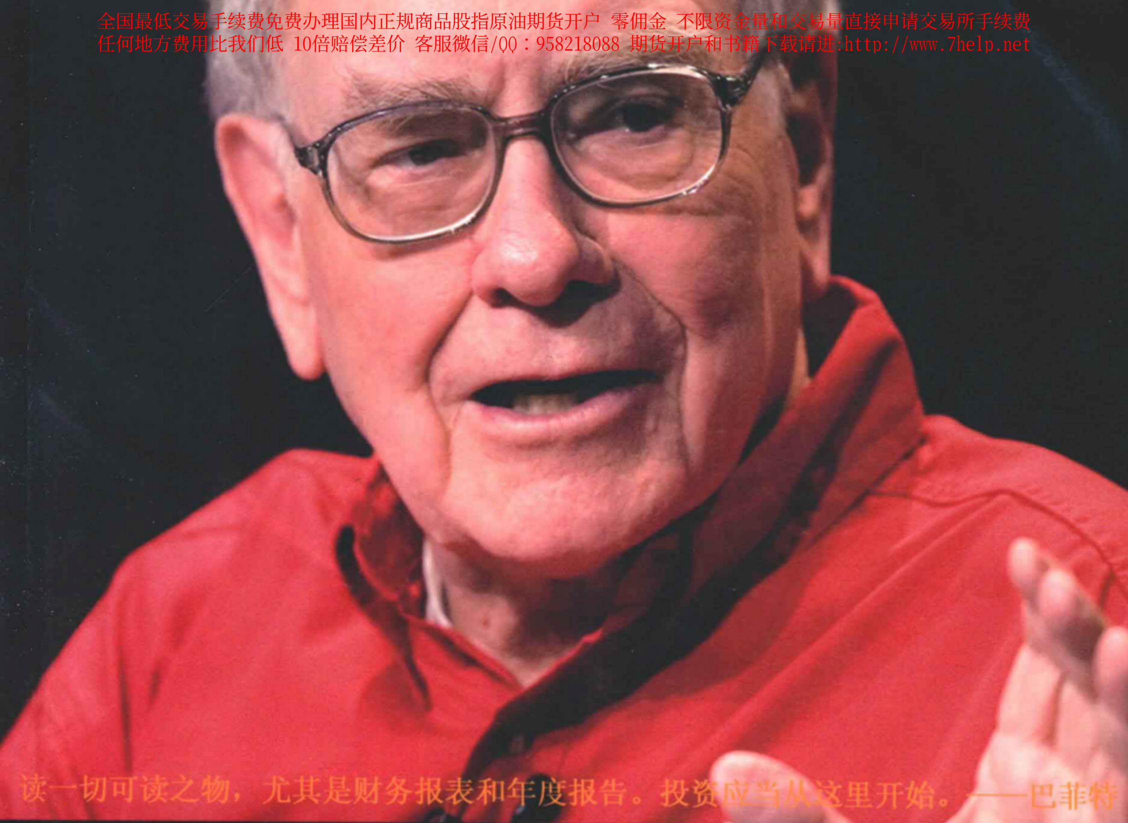
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读一切可读之物，尤其是财务报表和年度报告。投资应当从这里开始。——巴菲特

巴菲特这样读年报

严行方 著

不要贪婪，要投资那些始终把股东利益放在首位的企业。
不要跟风，要投资资源垄断型行业。
不要投机，要投资易了解、前景看好的企业。



中国致公出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特这样读年报

严行方◎著



读一切可读之物，尤其是财务报表和年度报告。投资应当从这里开始。

——沃伦·巴菲特



中国致公出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特这样读年报／严行方著. — 北京：中国致公出版社，2011. 5
ISBN 978 －7 －5145 －0055 －4

Ⅰ.①巴… Ⅱ.①严… Ⅲ.①投资 － 通俗读物 Ⅳ.①F830.59－49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 045065 号

巴菲特这样读年报

著　　者：严行方
责任编辑：安　庆
出版发行：中国致公出版社
（北京市西城区德胜门东滨河路 11 号西门　电话 66168543　邮编 100120）
经　　销：全国新华书店
印　　刷：北京蓝创印刷有限公司
印　　数：1—4000 册
开　　本：787×1092mm　1/16 开
印　　张：17
字　　数：220 千字
版　　次：2011 年 5 月第 1 版　2011 年 5 月第 1 次印刷
INBN 978 －7 －5145 －0055 －4
定　　价：35.00 元

版权所有　翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

代序：跟巴菲特学读年报 …… 5

第一章 注重上市公司长期绩效

长期绩效与投资业绩关联度高 …… 9
影响长期绩效的关键因素 …… 12
长期绩效离不开明星经理人 …… 15
长期绩效与经济护城河有关 …… 17
长期绩效与利润上交有关 …… 20
长期绩效与税务负担有关 …… 23
长期绩效主要着眼于企业自身 …… 26
销售利润率越高越赚钱 …… 29
伯克希尔的长期绩效实例 …… 32

第二章 通过年报看公司口味

从财务年报看公司特点 …… 35
考察管理层是否又红又专 …… 38
公司在整个行业中的地位 …… 41
公司的所有权和经营权形态 …… 44
公司重大事项的决策过程 …… 46
投资收益如何实现最大化 …… 49
看公司具有怎样的商业关系 …… 52
公司如何与同行展开竞争 …… 55
独立董事是否真正起作用 …… 58

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 公司业务经营有何特点

公司业务经营有哪些特点 …… 61
是做大生意还是小生意的 …… 64
从三个方面考察竞争优势 …… 67
公司的主营业务是否突出 …… 70
公司经营受哪些负面影响 …… 73
公司经营有哪些关联企业 …… 75
业务受宏观经济影响的程度 …… 78
实际业绩决定财务数据 …… 81
浮存金在伯克希尔的地位 …… 84

第四章 会计准则变动造成的影响

会计报表的汇总差异 …… 87
会计准则变动导致业绩悬殊 …… 90
会计准则变动影响税务负担 …… 93
扣除认股权因素的影响 …… 95
有没有控股权大不一样 …… 98
关注注册会计师保留意见 …… 101
会计准则变动的相关注释 …… 104
看财务年报叙述是否坦诚 …… 107
账务调整并不影响内在价值 …… 111

第五章 会计政策令人费解的地方

企业购并案的会计处理 …… 113
市价核算容易导致业绩波动 …… 116
重整损失或一次性摊销 …… 119
股票期权应当作费用看待 …… 121
恶意设计的高管薪酬制度 …… 124
金融衍生品的特殊核算 …… 127

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识别财务年报中的常见骗术 129
识别财务年报中的常见陷阱 132
盈利中的企业照样会破产 135

第六章　相关成本全部纳入了吗
过高的成本就像定时炸弹 139
降低费用意味着增加利润 142
相关成本是否都纳入了收益 145
看公司管理费用是否过高 148
成本核算是积极还是保守 151
降低成本有没有做到努力 153
特别注意账外潜在成本 156
成本高低要看具体数据 159
成本过高有时候也有优势 162

第七章　公司是否在回购股票
回购股票的本质也是买股票 165
回购股票与派发红利有点像 168
回购股票具有节税效应 171
回购股票能提高股东利益 173
回购股票应当是有条件的 176
股价越低越利于回购股票 179
回购股票也可能不利于股东 182
回购股票会影响会计方法 185
关注留存收益的盈利能力 188

第八章　未来获利能力究竟如何
买股票应看未来获利能力 191
该公司获利有什么秘密武器 194

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利能力分析的三项内容 …… 197
获利能力从财务年报来判断 …… 200
股票获利与买入成本有关 …… 203
庞大的投入意味着丰厚获利 …… 206
股市疯狂不表明获利能力强 …… 208
理性的公司行为很重要 …… 211
赚钱不吃力，吃力不赚钱 …… 214

第九章　未来经营风险有多大
有些业务本来就意味着风险 …… 217
看舍不舍得扔掉烫手山芋 …… 220
公司管理层有没有风险意识 …… 223
无论如何债务不能过高 …… 226
防止被无底洞投入拖垮 …… 228
把风险控制在可控范围内 …… 231
特别警惕金融衍生产品 …… 234
注意财务数据中的可疑之处 …… 237
管理层的酬薪有方向标作用 …… 240

第十章　内在价值胜过账面价值
读年报读的主要是内在价值 …… 243
关注内在价值意味着理性投资 …… 246
内在价值看不见也摸不着 …… 249
内在价值和账面价值的关系 …… 252
经营业绩并不全都在年报上 …… 254
考核方法影响着内在价值 …… 257
内在价值必须考虑安全边际 …… 260
内在价值究竟怎么算出来 …… 263
顶点总是在不知不觉中出现 …… 265

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代序

跟巴菲特学读年报

巴菲特的成功，很重要的一点是他知道自己买的是什么；而他之所以能做到这一点，又归功于他酷爱阅读上市公司年报。除此以外，他每天还要读四五本书。他认为，投资股票应当从阅读开始。

每年都有几万名投资者从全球各地赶到位于美国奥马哈市的伯克希尔公司总部，参加它的年度股东大会，亲耳聆听巴菲特的投资智慧。在2007年的那次股东大会上，一位已经连续10年参加大会的17岁男孩第一个发问道："怎样才能成为一名伟大的投资者?"巴菲特的回答简单而直接，他掷地有声地说："读一切可读之物。"

巴菲特介绍说，他在10岁时就读完了奥马哈市公共图书馆所有书名中有"金融"字样的书，有的甚至还读过两遍。从此以后，他每年都要阅读成千上万份上市公司年报。他说："我读年报就像其他人读报纸一样，每年都读成千上万，我不知道我读了多少。"读年报时，他对人员、工厂、产品介绍等内容一带而过，也不关心公司管理层对未来收益所作的预测。他认为，这些"挤眉弄眼"的资料不可信，一旦业绩预测无法完成公司就会做假账，这对投资者的误导更大。所以，投资者只需考察该公司过去的业绩就行了，这不但简单明了，而且据此得出的结论更可靠。

巴菲特的全球代言人罗伯特先生2004年访华时，特地介绍了巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特认为投资者应当具备的以下三项技能：

一是会计技能。会计是一种通用商务语言，有助于塑造出聪明而不是冲动的投资者。两者的区别是：聪明的投资者能够通过阅读财务年报发现企业内在价值，而冲动的投资者看重的只是股票交易的价格。

二是阅读技能。巴菲特说，如果他对某家公司的财务年报愣是看不明白，就一定会想这家公司的诚信度是不是不够，或者在刻意隐瞒什么，这样的公司他绝不会投资一分钱。

三是耐心技能。巴菲特认为，投资者一生中真正值得投资的股票不会超过六只，所以一定要有耐心。机会一旦出现，就要大量买入并长期持有。而判断这种机会出现的途径，主要就是阅读年报。

巴菲特认为，好的财务年报应当像家信一样简单、明白、平实，不能有过多无关紧要的修饰，对所有投资者想了解的内容都要有明确交代。

关于这一点，他每年亲自起草的伯克希尔公司年报就堪称典范，其中除了数据就是对事实的描述，不但没有自吹自擂，而且还总是显得过于保守，一再提醒股东们“明年的运气可不会像今年这样好”。

他认为，每家公司年报要表达的内容不同，就像姑娘找对象时每一位男朋友展示自己的角度不同一样，有的标榜有体育才能，有的自称长得帅，有的则说自己很聪明，有的还吹嘘自己如何如何有钱……他认为这些都不要紧，关键是你自己要把握好。

就读公司年报而言，这里的关键是能够从根本上考察其内在价值，寻找到价值被严重低估的公司，然后以合理的价格买入。无论外部因素如何影响、股市中弥漫着什么消息，你都要自始至终坚持这么做。

这方面比较经典的案例是，巴菲特阅读了中国石油公司 2002 年年报后认为，该公司的内在价值应该有 1000 亿美元，而当时它的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值却只有350亿美元，所以认定该股票是值得投资的；而当他读了2003年的年报后更坚定了这一判断，于是在没有拜访公司管理层、没有阅读其他参考材料的情况下，毅然投资5亿美元在香港股市买入中国石油H股。

上市公司财务年报的内容非常丰富，包括会计数据摘要、股本及股东变动、公司治理、董事会报告、财务报告等。限于专业能力和时间，一般投资者很难面面俱到地阅读，但这又是必需的。现在，本书就从巴菲特怎样阅读并利用财务年报出发，结合中国股市实际，尽可能多地引用巴菲特的原话来阐述他的核心理念和具体手法，希望能够对中国投资者利用财务年报研判企业投资价值有一定帮助。

请记住：向巴菲特学习的途径有很多，但一切必须从读年报开始！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

注重上市公司长期绩效

长期绩效与投资业绩关联度高

我们以营业利益除以股东权益（股权投资以原始成本计）来评估企业单一年度的绩效。至于长期评价的标准，则须加计所有已实现或未实现的资本利得或损失。而一直以来，后者历年来的平均数都比前者还要好。最主要的原因是前段所提那些无控制权的公司盈余持续累积，反映在其市值增加之上。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注所买股票的长期绩效如何，因为这直接关系到自己的投资业绩。上市公司的长期绩效和投资者的投资业绩之间有着密切关系。所以，价值投资者关注自己手中拥有股票的长期业绩如何非常重要。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中说，伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔公司是用经营利润来除以股东权益（这时候的股权投资用原始成本来计算）来评估企业单一年度经营绩效的。而至于长期评估的标准，则还必须在此基础上增加已经实现和没有实现的资本利得或损失。也就是说，企业的长期绩效应当包括经营业绩和投资业绩两部分。而一直以来，伯克希尔公司的投资业绩比经营业绩更好，究其原因在于伯克希尔公司那些没有控制权的公司的盈利状况持续累积，已经逐渐反映在股票价格上了。

巴菲特的意思是说，一家上市公司的长期绩效应当包括两部分，一部分是它通过经营得到的盈利水平；另一部分是它在股市中的市场价值增值部分。从长远来看，包括这两部分在内的企业业绩与投资者的获利水平关系非常密切。

众所周知，股票价格的变化很难预测。对于散户投资者来说，有时候高价买进股票就意味着他已经把该上市公司今后几年甚至十几年的盈余积累提前收获了。但巴菲特认为，这种股票价格过高或过低的情形并不常见，在多数情况下，或者说将来某个时期，股票价格必定会反映上市公司的内在价值。只要该公司的长期绩效在不断增长，那么投资者即使以过高的价格买入该股票，只要假以时日，将来仍然能获取投资收益的。只不过，在这种情况下，这部分投资收益会因为当初买入价格过高而抵扣掉相当部分从而变得很小。巴菲特形容说，这就好像“在蛋糕上多得到一点糖霜”。

巴菲特以伯克希尔公司为例说，自从他掌管伯克希尔公司 16 年来，公司每股账面净值（其中伯克希尔公司所属保险业务的股权投资，是以市场价值来进行计算的）已经从原来的 19.46 美元增长到 400.8 美元，年增长率 20.5%。

巴菲特认为，这些数据表明，伯克希尔公司的长期绩效还是相当不错的。更不用说，伯克希尔公司所属的保险业务能够持续地把保险浮存金投资在一些伯克希尔公司虽然不具备控股权，但却经营良好、每年都有许多盈利的公司上面了。按照这样的趋势看，伯克希尔公司的长期投资回报率将会大大超过账面投资回报率。

比如说，只要巴菲特愿意，他随时可以卖出手上的股权，然后买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免税的长期国债，这样，公司账面上的盈利水平马上就能增加3000万美元。不过，他从来就没有想到要去这么做，为什么？归根到底还在于由于这些企业的长期绩效良好，伯克希尔公司能够从它们身上获取比长期国债利率更高的投资回报率。

有鉴于此，巴菲特把目光更多地放在考察企业的长期绩效上是非常有道理的。这就像骑自行车一样，你把目光放在远处，初看起来并不关心脚下的地形路面，但实际上是一种最安全的方式。相反，如果你把目光紧盯着地面就麻烦了。这正印证了一句老话："人无远虑，必有近忧。"如果没有长期眼光，而是只看短期内的业绩如何，等到企业实质发生了重大变化，要想再挽回局面就可能来不及了。

所以巴菲特提醒股东们说，大家在阅读伯克希尔公司财务年报时不能单看财务报表上记载的盈利水平，因为这并不是股东们实际赚到的钱。只有当市场购买力增加时，才表明股东们能够真正获得多少盈利。

巴菲特的意思是说，如果股东们看到财务年报上有盈利，就急功近利地想分掉，实际上这时候能够分到的盈利只能买"两个"汉堡包。正确的观念应当是用长远眼光来看问题，也就是说，如果从长远来看，这时候的盈利不分掉而是继续放在伯克希尔公司周转，按照这样的长期绩效，股东们到最后将会得到"10个"汉堡包。

换句话说，从短期来看你从公司已经拿到了分红，可实际上这种分红是因小失大；虽然你觉得短期内自己更有钱，实际上这并不表明你可以吃得更饱。因为高通货膨胀在那里明摆着，投资者只有每年取得的投资回报率都高于通货膨胀率，才表明有真正的实际收入。

巴菲特打个比方说，每一位纳税人都好像在一个向下滑行的电动扶梯上往上奔跑一样，只有你的奔跑速度超过电梯下滑速度，你才可能不断往上走。否则，就只能是越跑越往后退。

例如，如果某位投资者年投资回报率高达20%（这是一般人很难达到的），而不幸的是他的这种投资回报要缴纳50%的个人所得税，而当年的通货膨胀率却高达12%。这实际上就表明他当年的实际报酬率依然是负的。而这时候如果这家公司不分红，他就不需要缴纳这部分所得税，从而能够借助于上市公司良好的长期绩效，变得真正有盈余。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

投资者应当特别关注投资对象的长期绩效。如果投资到一家长期盈利的企业，即使今后不额外追加资金公司盈利也会不断增加。这就像工薪阶层储蓄一样，即使没有加薪每年的收入也会慢慢增加的。

影响长期绩效的关键因素

就像是在过去年报中一再跟各位解释的，对于我们的保险事业来说，真正重要的，第一是我们因此取得的保险浮存金，第二就是取得它的成本，这两点相当重要。大家必须了解，浮存金虽然不会反映在公司净值之上，但却是伯克希尔实质价值构成的关键因素之一。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时关注上市公司的长期绩效，必须特别关注影响长期绩效的关键因素有哪些。只有对这些因素加以重视，才能更好地把握长期绩效的变动方向和变动幅度，衡量投资风险大小。对于伯克希尔公司来说，其中最关键的因素是保险浮存金的规模和成本。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1996 年的保险业务大放异彩，无论是政府雇员保险公司这样的初级保险，还是“霹雳猫再保险业务”这样的巨额灾害保险，表现都很杰出。不过就像他在过去年报中一向解释的那样，在看待伯克希尔公司的保险业务时，最重要的是看通过保险业务能够取得多少保险浮存金，同时就是看取得这些保险浮存金的成本大小。大家必须了解，保险浮存金虽然不会反映在伯克希尔公司净值上，可却是影响伯克希尔公司内在价值的关键因素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的意思是说，投资者在阅读财务报表时，要特别关心影响这些数据大小的关键因素。对于伯克希尔公司来说，伯克希尔公司通过保险业务取得的保险浮存金大小及其成本高低，会在相当程度上影响伯克希尔公司的长期绩效。虽然这些数据不一定会反映在伯克希尔公司年报上，却是投资者必须追根溯源要了解清楚的。

巴菲特进一步解释说，保险浮存金是保险公司运营中产生的一项资金，它不属于本公司所有，却可以暂时被本公司使用。保险业务的运作规律是，客户在进行投保时就需要缴纳保险费用，这构成了保险公司的浮存金收入；而保险公司只有在客户发生事故需要理赔时，才需要支出这笔费用，这构成了保险公司的浮存金成本。这样，两者之间的时间差就可以被保险公司派上用场。在保险期满结束时，如果浮存金收入大于成本，保险公司在这笔保险业务上就是赚钱的；相反，保险公司在这笔保险业务上就是亏损的。

那么从总体来看，伯克希尔公司开展保险业务是赚钱还是亏损的呢？该公司 1996 年的财务年报表明，当年该公司的保险浮存金在加总所有的损失准备、损失费用调整准备、未赚取保费收入后，扣除应付佣金、预付购并成本、相关再保险递延费用，四年来的成本都是负的。换句话说，仅仅拥有这笔巨大的保险浮存金，伯克希尔公司就已经赚钱了。

进一步说，保险浮存金对伯克希尔公司长期绩效的作用究竟有多大？要知道，在巨无霸型企业伯克希尔公司中，大约有一半业务是保险业务。自从 1967 年伯克希尔公司从事保险业务至 1996 年的三十年间，保险浮存金的年平均增长率高达 22.3%。其中大多数年度取得这些浮存金的成本是负的，换句话说，伯克希尔公司取得这些浮存金不但没有付出成本，而且对方还要“贴钱”给你“央求”你使用。

所以，阅读伯克希尔公司财务年报时必须充分考虑这一因素。伯克希尔公司正因为每年都有这几十上百亿美元浮存金的“免费”使用，才取得这样高的投资业绩。尤其是伯克希尔公司 1995 年收购了政府雇员保险公司的另一半股份，从而使得政府雇员保险公司成为伯克希尔公司的全资子公司，从此以后伯克希尔公司每年可以运用的“免费”或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接近于“免费”的浮存金数额又大大增加了。

从这一点看，在其他内外部环境相同的背景下，完全有理由相信，伯克希尔公司以后的长期绩效会更好。投资者如果能够得到这些数据和结论，也就表明他读伯克希尔公司年报的功夫已经“到家”了。

与此同时，在谈到保险业务时巴菲特还特别提到“霹雳猫再保险业务”对伯克希尔公司长期绩效的影响。他在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，在过去的 4 年中，伯克希尔公司经营业绩如此之好，很重要的原因在于“霹雳猫业务”的功劳。

所谓“霹雳猫业务”，是指伯克希尔公司为其他保险公司提供的一种巨灾保险，目的是为其他保险公司和再保险公司分担遇到超大型意外灾害时可能要承担的风险。不难看出，这样的超大型意外灾害并不是每年都会发生的，当然谁也不知道什么时候会发生。所以伯克希尔公司承接“霹雳猫业务”的特点是，有可能会连续几年赚大钱，而突然就会有一年发生重大损失。也就是说，必须经过一段时间甚至相当长的一段时间，才能看出开展这项业务总的来看是否赚到了钱。

巴菲特总结说，“幸运”的是，伯克希尔公司这几年开展“霹雳猫再保险业务”都赚到了钱。可是从长期来看，谁也不知道什么时候会发生超大型意外灾害，从而把前些年所赚到的钱全部赔光，甚至还不够。

巴菲特的意思是说，股东们在阅读伯克希尔公司年报时，非常有必要了解该公司开展这种业务的性质和特点，以便将来真正发生重大意外灾害时有心理准备，不至于突然听到伯克希尔公司因为某某大型意外灾害需要赔偿一大笔钱时就恐慌性地抛掉原来拥有的股票。巴菲特毫不客气地说，“如果届时你真的会有这种反应，那么你根本就不应该拥有本公司的股份。”为什么？因为你对本公司的业务不了解！

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时非常有必要了解该公司的业务特点和规律，找出影响该公司长期绩效的关键因素。毫无疑问，这些影响因素不一定全都反映在财务年报上，必要时需做进一步的延伸阅读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期绩效离不开明星经理人

苏珊（Susan）在25年前，作为时薪4美元的女售货员进入波仙珠宝。尽管她缺乏管理背景，但我在1994年毫不犹豫地让她担任CEO。她聪明、热爱这项事业，也热爱她的员工。这些在任何时候足可以超过拥有一个工商管理硕士（MBA）学位（旁白：查理和我都不是严重的“履历迷”。取而代之的是，我们聚焦在智力、激情和诚实正直上）。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时关注上市公司的长期绩效与该公司是否具有明星经理人有关。这就是中国人常说的“火车跑得快，全靠车头带”。有时候，明星经理人对这个企业的作用是决定性的。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的波仙珠宝公司，它的首席执行官苏珊·雅克（Susan Jacques）女士25年前刚刚在这个公司上班时，还是一位每小时工资只有4美元的女售货员。尽管她缺乏管理背景，但巴菲特依然在1994年毫不犹豫地让她担任首席执行官。究其原因在于，她聪明并热爱这项事业，也热爱她的员工，而这些素质在任何时候足以超过任何一个工商管理硕士学位。他特别指出，伯克希尔公司副总裁查理·芒格也和他一样，他们都不迷信履历表，而更重视经理人的智力、激情和诚实正直。

巴菲特举例说，伯克希尔公司的另一位明星经理人凯西·拜伦·塔马兹（Cathy Baron Tamarz），是她让伯克希尔公司在2006年初收购的电线业务取得了令人瞩目的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特毫不吝啬溢美之词地称赞说，她是每个企业老板梦寐以求想得到的那种职业经理人。鉴于她会不顾一切地冲向目标，因此如果有谁想和她一起竞争是非常危险的。说到这里，巴菲特幽默地提醒大家说，众所周知，她开始时的职业是出租车司机。意思是说，出租车司机的驾驶技术是很高超的，所以千万不要与她抢道而行。

熟悉巴菲特语言风格的人都知道，巴菲特在每年的年报中都要对伯克希尔公司旗下那些明星经理人大赞一番，有些话甚至说得令人感到有些肉麻，为什么？就是因为他对这些明星经理人佩服有加。

他曾经说过，他个人并没有什么本事，所有的业绩都要归功于那些明星经理人。要知道，伯克希尔公司目前拥有 70 多家上市公司和非上市公司，而这些子公司的规模同样非常庞大，如果没有一个强有力的明星经理人，要搞好这些子公司是不可想象的。

在许多时候，巴菲特收购企业时特别关注该企业的现有管理层是否足够优秀。如果现有管理层不是足够优秀，或者虽然足够优秀，却不愿意在巴菲特购并该企业后留下来继续工作，他宁可放弃这桩购并案。

所以巴菲特在年报中说这些话，既表现出他的谦逊，又不失时机地强调了企业领导人的作用。巴菲特对伯克希尔公司绝对控股，所以无论他如何谦虚，都没有人敢把他拉下现在的位置；而巴菲特大张旗鼓地表扬明星经理人，实际上也会给这些明星经理人巨大的精神压力，使得他们丝毫不敢懈怠，而只会勇往直前。

正如凯西·拜伦·塔马兹所说，她怀疑巴菲特拥有心理学学位。意思是说，他虽然没有受过专门培训，却丝毫不逊于这些心理学家。她说，巴菲特具有这样一项本领，他会让他手下的那些明星经理人“觉得自己应该是完美的”，“这对我们来说很恐怖，因为我们每天晚上都睡不着觉，要想着如何把每一天的事情做好。这很神奇。”

由此看出，巴菲特的领导艺术和管理技巧确实是非常高超的。

巴菲特每隔几年就要给旗下的所有经理人送去一份备忘录，这份备忘录上的用词虽然不完全一样，但内容基本相同。巴菲特会提醒说，我们亏得起钱，甚至可以亏很多钱，但是我们丢不起名誉，哪怕是一点点名誉。我们必须保证我们的任何商业行为即使第二天出现在全国报纸的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头版头条上，并且这个记者采用的是很不友善的措辞来报导的，同时又会被你的家人和周围邻居看到，这时候你仍然会毫不脸红。巴菲特特别提醒说，伯克希尔公司曾经被《财富》杂志评为全球第二大最受尊敬的企业，这是伯克希尔公司花了43年才取得如此成就的，可是要毁掉这一成就却可能只要43分钟！

应该说，伯克希尔公司要求这些明星经理人用这样的标准时时处处对照自己，确实是很不容易的。

例如，苏珊·雅克就认为，巴菲特所写的这些备忘录，是她在个人和职业生涯中每天都使用的标准。她还用带有某种神秘色彩的语气说，她还从巴菲特身上学到了另外三条智慧：一是要让自己像老板一样思考；二是如果有什么坏消息，要立刻告诉大家；三是如果你不了解珠宝的话，那么就去了解你的珠宝商。

巴菲特用他一贯而明确的指导思想统领伯克希尔公司这个庞大机构，而伯克希尔公司的那些明星经理人也用这样的指导思想贯彻到所有经营和投资活动中去，可谓是相辅相成、相得益彰。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，投资者在阅读财务年报时必须非常关注它的经营管理层如何。当然，这不只是看他们的经历和文凭，更重要的是看他们的智力、激情和诚实正直，这些都与企业的长期绩效密切相关。

长期绩效与经济护城河有关

每一天，通过无数种方式，我们下属每家企业的竞争地位要么变得更强，要么变得更弱。如果我们让客户更加愉悦、消除不必要的成本支出、改善我们的产品和服务，我们的竞争力就会更强；但如果我们对待客户时冷淡，或者容忍不必要的费用成本不断上升，我们的竞争力就会萎缩。就每一天而言，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们行为的影响难以察觉，但天长日久所累计的影响后果之巨大却难以估计。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的经济护城河，因为这是与长期绩效有关的。具体地说，如果该公司拥有一条经济护城河，最好这条经济护城河还在不断拓宽，那么该公司的长期绩效就是有保证的；相反，如果该公司根本就没有这样一条经济护城河，或者这条经济护城河在不断变窄，这时候投资者在考察该公司的长期绩效时就应当保持一份警惕了。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司下属的每家企业的竞争地位，基本上每一天都会通过无数种方式发生改变，要么变得更强，要么变得更弱。从某一天来看，这样的变化行为难以察觉，可是天长日久由此发生的改变会非常巨大。

经济护城河是巴菲特经常引用的一个概念。

他举例说，如果这家企业会让客户越来越感到愉悦，并且能不断消除不必要的成本支出，不断改进产品和服务，那么这家企业的竞争力就在不断增强；相反，如果这家企业对客户过于冷淡，或者无法阻止不必要的费用成本上升，产品质量和服务水平在不断下降，那么这家企业的竞争力就在不断萎缩。这样下去用不了多长时间，公司的经济护城河就会变得无比宽阔或狭窄，会从根本上影响该公司的长期绩效。

巴菲特特别提醒投资者说，经济护城河对一家上市公司来说非常重要。如果一家公司管理层做出的决策非常糟糕，那么即使该公司在短期内盈利丰厚，以后也无法弥补由此造成的伤害。大家只要看一看汽车行业和航空行业的公司管理层为什么经常要费力地处理前任留下来的遗留问题，并且有时候对这些遗留问题还显得一筹莫展，就知道问题的严重性了。

所以，伯克希尔公司非常赞赏美国历史上第一位享有国际声誉的科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学家和发明家本杰明·富兰克林（1706～1790）的名言：“预防为主，治疗为辅（An ounce of prevention is worth a pound of cure）。”对于一个企业来说，有时候事后的治疗无论如何也无法治愈过去的错误。

巴菲特说，伯克希尔公司同样想在短期内赚到更多的钱，但如果这种经营投资行为与长期目标发生冲突，这时候会优先考虑有助于加宽经济护城河的种种举措。不要说伯克希尔公司想打造一家百年老店，就是对于10年、20年以后的企业来说，这也非常重要。可喜的是，伯克希尔公司旗下的那些明星经理人，在如何专注于拓宽经济护城河方面才华横溢。要知道，在伯克希尔公司收购它们之前，他们就已经管理这家公司很长时间了，伯克希尔公司收购这些企业后唯一要做的就是坚持既定方针，其中包括放手让这些明星经理人继续拓宽经济护城河。

所以，当投资者从财务年报中能够隐约体会到该公司的经济护城河在不断拓宽时，就马上可以联想到该公司的长期绩效是可以放心的。虽然这些公司也会出现暂时困难，但困难是暂时的，前途是光明的。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，1996年伯克希尔公司开展了好几笔霹雳猫再保险业务，虽然同样有风险，但依据伯克希尔公司强大的财务实力，这些在别人看来属于灭顶之灾的风险在伯克希尔公司却算不了什么。由此，伯克希尔公司从中获取大笔盈利几乎是可以肯定的。这同样可以看做是经济护城河在不断拓宽。

例如，当年伯克希尔公司与全美保险签约承保佛罗里达州的飓风保险，虽然没有确切资料表明这是单独一家公司单独承担单一风险的最高纪录，但实际上就是。紧接着到年底，伯克希尔公司又与加利福尼亚州地震局签约承保比佛罗里达州的飓风保险承保额高出一倍的保单，这同样是伯克希尔公司独立承担所有的风险。不用说，这样的保单所承保的金额相当庞大，但即使出现最坏情况，这两件大型灾害给伯克希尔公司所造成的税后损失，每一件都不会超过6亿美元。

如果说这6亿美元的损失对其他保险公司或再保险公司来说会严重影响当年经营业绩，那么这对伯克希尔公司来说实在算不了什么。因为从伯克希尔公司当时的股票市值看，6亿美元大约相当于1.5%的比例；而如果从伯克希尔公司的股票净值看，则大约相当于3%的比例。而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的波动率，实际上比股票二级市场的波动率更小。

巴菲特的意思是说，投资者不要看到这可能造成损失的6亿美元就以为是一个多么庞大的数字，实际上这对于伯克希尔公司来说并不会从根本上影响长期绩效，不会影响伯克希尔公司的经济护城河。对于中国读者来说都知道，中国股市每天的跌停板规定是10%。而现在3%或1.5%的波动幅度，与10%相比实在是微不足道的。

所以，在这里用“小巫见大巫”来形容也是非常恰当的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，上市公司的长期绩效与该公司从长期来看竞争力是在不断增强还是不断下降有密切关系。换句话说，读财务年报时非常有必要关心一下该公司的经济护城河是在不断拓宽还是在不断变窄。

长期绩效与利润上交有关

一般人可能无法体会到，我们众多旗下事业的表现到底有多杰出。虽然相较于其他已上市的同业，水牛城新闻报或是斯科特·费策公司的获利表现看起来并不突出，不过大家要了解，大部分上市公司通常会将三分之二以上的盈余保留不分配以支应内部成长，但是伯克希尔大部分的子公司却将所赚取的盈余分毫不差地缴回母公司。是他们贡献的资金，促成母公司伯克希尔进一步的成长。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注它的利润上交。道理很简单，一家公司上交给上级的利润越多它留下来的利润就越少。这样，单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纯从本公司看并不能发现它有多么伟大，而实际上它的主要贡献已经体现在上级单位，在它身上反映出的是一种“舍己为人”精神。

巴菲特在伯克希尔公司1997年年报致股东的一封信中说，一般人可能无法体会伯克希尔公司旗下的那些子公司表现有多么杰出。虽然与其他上市公司相比，伯克希尔公司旗下的水牛城新闻报或斯科特·费策公司的获利表现并不十分突出，可是要知道，其他上市公司通常有三分之二以上的利润被保留下来，从而用于本公司的资金周转和业务发展；可是伯克希尔公司旗下的大多数子公司，却要把所赚得的所有利润全部上交给伯克希尔公司。这样一比较，两者之间的差别就立刻显示出来了：由于这种利润上交，这些子公司为伯克希尔公司的成长提供了强有力的保证，而这显然从这些子公司的财务年报上是看不出来的。

从具体数额看，这些年来水牛城新闻报、喜诗糖果公司、斯科特·费策等这三家公司上交给伯克希尔公司的利润高达18亿美元，这可是一笔不小的数额。这个数字上交到伯克希尔公司后，与伯克希尔公司开展保险业务所得到的浮存金合并在一起，由巴菲特用于其他方面的投资，从而获得更高的投资回报率。

正因为伯克希尔公司与子公司之间有这种利润上交关系，所以巴菲特在每年公布伯克希尔公司财务年报时，会分别列出几种不同的表达方式，其中既包括按照一般公认会计准则编制的财务数据，也包括详细的分部门财务信息，另外还有根据伯克希尔公司划分为四大部门后重新编制的财务数据。巴菲特解释说，之所以要如此不厌其烦，目的就是为了方便投资者从不同角度来了解伯克希尔公司的财务状况。不用说，这种编制方式最终得出的财务结果应该是一致的。

在这里，巴菲特提出了一个“完整透视盈余”的概念。他认为，根据伯克希尔公司的实际运营状况，反映在伯克希尔公司财务年报上的股利收入，只占被投资收益的一小部分。因为按照巴菲特的习惯，他并不要求被投资公司的经营利润都要分配掉，事实上，如果这笔钱放在被投资公司能够创造出比分配掉以后更高的投资回报，巴菲特宁愿不要分配这部分利润。这样一来，巴菲特理所当然地更重视未分配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润这部分，就是很好理解的了。因为对于伯克希尔公司来说，没有分配到手的利润甚至比分配到手的利润数额要多得多，他又怎么能“就轻避重”呢?

正是在这种情况下，他提出了“完整透视盈余”的概念。就好比说，某个农民工全年从老板身上领到手的劳动报酬是2.1万元，而实际上他的应得劳动报酬是4.8万元，还有2.7万元老板还没有“分”给他。这时候，在这位农民工的日记本（财务年报）上，反映的工资收入只能是2.1万元，而根据巴菲特的完整透视盈余概念，应该以4.8万元来计算。不用说，4.8万元的概念很容易理解，也更符合事实。

由此可见，投资者在阅读财务年报时，既要看该公司有没有上交利润给上级，又要看有没有收到下级公司的利润上交，还要看有多少“未分配利润”在相关企业的财务年报中。只有这样，才能更清晰地考察该公司的经营业绩和长期绩效。

为此，巴菲特这样来解释完整透视盈余概念。他说，完整透视盈余应当包括：①+②-③。其中的①是指财务报表上出现的经营利润，并且已经扣除了资本利得、特别会计调整和其他非经常性损失；②是指按照一般公认会计准则没有反映在公司账面上、却反映在被投资公司账面上的保留利润；③是指第②部分将来分配时估计要缴纳的所得税。

巴菲特认为，经过如此这般调整，无论是对公司管理层还是投资者来说，能够更公正地评价该上市公司的实际经营业绩，不会因为给上级单位上交利润过多或因为下级单位上交利润，就掩盖实际经营业绩。

当然，对于伯克希尔公司这样的企业来说还有一个特殊性，那就是因为它的保险业务比重过大，保险浮存金数额巨大，浮存金对长期绩效的影响作用同样不可小看。

为什么要特别指出浮存金这一条呢?因为根据浮存金的性质，它既具有利润上交来以后可以供伯克希尔公司免费使用的特点，又不像上交来的利润那样需要列入账目中，而是属于一种“暂存款”。只不过，由于保险浮存金的主要作用是保证保险公司正常运转需要，所以上交给伯克希尔公司的浮存金比重不能过高，但即使这样，伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司目前每年可以利用的浮存金数额也有四五百亿美元，这已经够大的了。

类似伯克希尔公司保险浮存金这样的特例，在其他不同行业也同样有可能存在。所以在考察上市公司长期绩效与利润上交之间的关系时，有必要多留心一下这个行业的具体情况，然后才能作出正确决定。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，在考察上市公司的长期绩效时，非常有必要考察它的实际盈利，即账面盈利加上交给上级单位的利润数额，然后扣除下级单位上交利润的数额。如此正本清源，同行之间才有可比性。

长期绩效与税务负担有关

必须负担税负的投资人从每年固定以一个比率成长的单一投资上可以获得比每年更换投资对象所得的多得多，即便是两者成长的幅度一样也是如此。不过我怀疑许多伯克希尔的股东老早就已经知道这个道理了。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司长期绩效与其所承受的税务负担高低。这包括两层含义：一是在税前利润一定的情况下，税收负担越高企业利润就越少，反之亦然；二是企业可以通过某种方式合理节税和避税，以达到不费吹灰之力就增加企业盈利的目的。

巴菲特在伯克希尔公司1993年年报致股东的一封信中说，投资者如果每年的纳税比例相同，那么这时候单一的投资项目会比每年更换投资对象得到的实际好处多得多。即使两种投资方式的盈利增长幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样也是如此。不过在他看来，许多伯克希尔股东早就明白了这个道理。

巴菲特的意思是说，正因为许多伯克希尔股东懂得这个道理，所以他们才坚持长期投资策略的。当然，巴菲特本人的投资理念也是如此。是长期投资理念，把巴菲特和这些股东紧密联系在一起。要知道，作为一家上市公司来说，伯克希尔公司股票的年交易量非常小，每年的股东人数变动不到2%。换句话说，绝大多数股东都是抱着“执子之手，与子偕老”的态度来投资和拥有伯克希尔公司股票的。

巴菲特用他最喜欢的一个动画片打比方，来阐述其中的奥秘。

他说，著名卡通作家 Al Capp 笔下有个著名的卡通形象叫阿呆（Li'l Abner），一直是个快乐的单身汉。他后来迷上了纽约的一位漂亮演员阿美（Appassionatta），可是阿美根本看不上他这个穷光蛋，她只对百万富翁感兴趣。走投无路之际，阿呆只好跑到一位圣贤那里去讨教。圣贤告诉他说，这很简单，你再怎么穷身上1元钱总有吧？你只要掏出这1元钱来复制20次，阿美自然就会投入你的怀抱。

读者可千万别以为这个办法真的很简单。要知道，1元钱复制1次就是2元，复制2次就是4元，复制3次就是8元。照这样下去，复制20次就是1048576元，已经达到百万富翁标准了。

在这里，巴菲特引用这个故事的意思是想说，哪怕再小的投资、再低的投资回报率，只要假以时日，就会形成一笔巨大财富。而在这个过程中，千万不要因为不必要的税务负担而被一层层地“扒皮”，那样就无法形成丰厚的利润回报了。

遗憾的是，这个动画短片中的阿呆并没有认真听从圣贤老人的话，而是把他身上仅有的1元钱投入了赌博机。否极泰来，他居然中了个大奖，一时间地上堆满了金币。更没想到的是，阿呆只是从中拿了2元钱去寻找圣贤老人所说的那种复制方法，真是个“阿呆”啊。

巴菲特看到这里，气得实在不愿意继续看下去了，所以重新捡起了他的老师、华尔街教父本杰明·格雷厄姆的著作。一方面，他对阿呆怒其不争；另一方面，他又认为这位圣贤老人水平有限，误导了阿呆，因为他根本就没有考虑到税务负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要知道，如果阿呆也像伯克希尔公司那样每年要交35%的所得税，那么他即使每年成功地复制一次，20年后也只有22370元；要想赚到100万元至少还需要7年半。可是如果阿呆每年都不交割，而是等到27年半后一次性交割，这时候就居然会有2亿元获利，即使扣除7000万元所得税还有1.3亿元收益——这就不是百万富翁，而是亿万富翁了。

巴菲特特别指出，对于伯克希尔公司应该上交给美国政府的税收，他和查理·芒格一点怨言也没有，因为这是一个公民和企业应尽的义务。以他当年作报告的1993年为例，伯克希尔公司一共向美国政府缴纳了3.9亿美元所得税，其中2亿美元属于经营获利缴纳的所得税，1.9亿美元属于投资获利缴纳的所得税。

除了伯克希尔公司本身缴纳的所得税外，伯克希尔公司的那些被投资公司当年缴纳的所得税超过了4亿美元，当然，这在伯克希尔公司财务年报上是看不到的。这些被投资公司既有本国（美国）公司也有外国公司，所以这部分所得税分别是交给美国政府和外国政府的。

综合以上两部分直接税收和间接税收，当年伯克希尔公司交给美国政府的所得税占全年美国联邦政府所得税总额的1.5%。

巴菲特进一步说，美国商业活动的企业组织形式主要有两种：一种是合伙制，另一种是S型。伯克希尔公司如果采用这两种形式虽然会大大降低税务负担，可是这样一来却会对伯克希尔公司的正常运作带来不便。所以，伯克希尔公司最终选择了税务负担较高的另一种组织形式。为了抵消这种不利因素，伯克希尔公司采取长期投资策略，希望通过长期投资来减轻税务负担，事实上伯克希尔公司这一点做得非常好。

这里需要补充说明的是，在美国，股票投资是要交所得税的，其纳税条件是股票交割有盈利。交割次数越多，纳税额越高；反之，交割次数越少，纳税额就越低。具体地说，如果某笔股票投资没有盈利，就不需要纳税；如果有盈利，就毫无疑问要纳税，纳税额为盈利额的20%。

这样一来带来的问题是，只要你的股票不交割，即使有再多的账面浮盈也不用交纳任何所得税，而每一次交割则相当于被“扒了一层皮”。巴菲特之所以实行长期投资策略，理由之一便在于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，公司税务负担与其长期绩效之间有着此起彼伏的重大影响。守法企业和公民当然不能偷税漏税，但却可以通过单一投资和长期投资策略来减少并推迟纳税，从而变相提高公司盈利水平。

长期绩效主要着眼于企业自身

我们不愿因为自身本就不精通的一些预估而错过买到好生意的机会。我们根本就不听或不读那些涉及宏观经济因素的预估。在通常的投资咨询会上，经济学家们会做出对宏观经济的描述，然后以此为基础展开咨询活动。在我们看来，那样做是毫无道理的。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时应该目光向内，着眼于上市公司的长期绩效，因为这才是该公司本身努力的结果。这就是为什么在同样的宏观背景下，总有一些企业经营得非常好，还有一些企业经营得非常差的原因，关键在于它们的内功练得好不好。

套用一句中国的老话就叫“三百六十行，行行出状元”。这样看来巴菲特的观点还是非常符合“内因是变化的根据，外因是变化的条件”的唯物辩证法的。

巴菲特在美国佛罗里达大学（University of Florida）演讲时说，他根本就不听或不读那些涉及宏观经济形势的评估报告。在通常的投资咨询会上，经济学家们都会对宏观经济形势作出描述，然后以此为基础开展咨询，可是这种做法在他看来毫无道理。无论这些经济学家们对宏观经济评估是否符合客观事实，伯克希尔公司都不愿意因为自己本来就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精通的这些评估，而错过很好的业务机会。

巴菲特强调说，即使美国联邦储备委员会主席格林斯潘（Alan Greenspan）和美国财政部长鲁宾（Robert Rubin）站在他边上，悄悄地告诉他说未来12个月美国政府将采取哪些经济措施，他也会无动于衷，而不至于影响巴菲特购并企业主管飞行公司（Executive Jets）或通用再保险公司（General Re），以及其他该做的任何购并方案。

巴菲特的意思是说，投资者在阅读财务年报、考察上市公司的长期绩效时，应该着眼于这个公司本身。只要这家公司经营良好，经营管理层十分优秀，经济护城河在不断拓宽，那么无论宏观经济形势如何发生变化，都可以长期看好该公司。宏观经济形势或许能够在短期内改变业绩预期，但是从长期看，主要依据还是应该看公司本身。

巴菲特根据自己的个人经验说，投资领域最重要的是搞清楚那些十分重要的东西；对于那些既不是很重要，又难以搞清楚的东西，忘记它们才是对的。宏观经济学家所讲的那些东西也可能是重要的，可是对于普通投资者来说难以搞清楚，所以干脆不去管它才是。

从这个角度看，箭牌口香糖（Wrigley）和柯达胶卷公司，它们的生意就很容易搞清楚，股票价格高低、公司经营情况等都可以从财务年报上看出来，这就够了。所以从伯克希尔公司看，从来不会根据对宏观经济形势的判断来买入或者不买入任何一家企业。在伯克希尔公司，根本就不去关心那些预估利率、企业利润的文章，因为这些不重要。

举个例子来说，伯克希尔公司1972年购并了喜诗糖果公司（See's Candy），不久就发生了政府价格管制，可是结果又怎么样呢？如果当初伯克希尔公司因为政府价格管制的原因，没有以2500万美元的代价购并这家企业，那么现在就少了一家每年税前利润6000万美元的企业。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司金融业务的明星经理人凯文·克莱顿（Kevin Clayton），自从伯克希尔公司2003年收购克莱顿家园（Clayton Homes）以来，虽然整个美国预制房屋业务一直很不景气，可是克莱顿家园的经营业绩却非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好。虽然短时间内由于美国卡特里娜飓风的破坏，预制房屋业务的市场需求有所上升，但这种偶然因素并不会改变许多企业依然亏损的现实。在这种情况下，克莱顿家园的盈利十分丰厚，就可以说与宏观环境没关系。

看到这里读者也许会问，克莱顿家园凭什么能一枝独秀呢？巴菲特介绍说，正是有了这样的明星经理人，该公司才善于在非常残酷的经营环境下，从几家大型银行手里买入了大量有关预制房屋的贷款。而这些贷款在这些银行眼里，不但无利可图，而且银行很难提供服务。可就是这样的“鸡肋”业务，依靠克莱顿家园的专业能力和伯克希尔公司强大的财务实力，马上就变得非常有利可图。

举个例子来说，克莱顿家园买入这些贷款时只提供了 54 亿美元的预制房屋贷款服务，而现在的业务量已经高达 170 亿美元，其中有 96 亿美元贷款服务资产组合是在伯克希尔公司手里增加的。2005 年克莱顿家园为这项借款所支付的成本只有 0.83 亿美元，这些数据都可以从财务年报中查到。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，如果从整个美国股市的发展看，从 1899 年 12 月 31 日到 1999 年 12 月 31 日的 100 年间，虽然发生了两次世界大战和无数次经济危机、金融危机，可是结果怎么样呢？美国道·琼斯工业指数仍然从 66 点上涨到了 11497 点。不用说，股市都是由上市公司经营所构成的。

在巴菲特看来，股票指数有如此巨大的升幅，原因非常简单，那就是因为“20 世纪的美国企业经营得非常出色”，投资者才能“借企业繁荣的东风赚得盆满钵满”。对照现在，美国企业的经营状况依然良好，可是许多投资者的获利却不高，原因就在于他们由于受到“一系列伤害”（频繁买卖），在相当程度上减少了他们本该能够从中实现的收益。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读上市公司财务年报的重要性在于，无论什么样的宏观经济背景和微观环境，都比不上公司本身对长期经营业绩所做的努力。只有着眼于企业本身，才能正确判断该公司的长期绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售利润率越高越赚钱

几年前，在全美拥有200家分店的贺兹柏格钻石，为了恢复原有的高毛利而在营运上做了许多调整。在杰夫（Jeff Comment）的领导下，目标顺利达成，利润率快速回升。同样的在鞋业我们拥有哈罗德（Harold）、彼得（Peter）、弗兰克（Frank）以及吉姆（Jim）担纲，我相信在未来几年内也能有相同的成果。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注它的长期盈利能力，其主要标志之一是销售利润率。道理很简单，销售利润率越高，表明该公司越赚钱，该公司的长期绩效就可能越有保障，并且增长速度越快。

巴菲特在伯克希尔公司1999年年报致股东的一封信中说，几年前在美国拥有200家分店的贺兹柏格钻石公司，为了恢复原来的高毛利率，在营运上做了许多调整。在杰夫的领导下，目标很快就达成了，利润率得到了快速回升。同样的情形还发生在伯克希尔公司的鞋类业务，这些公司由哈罗德、彼德、弗兰克、吉姆等领导，未来几年同样有可能取得这样的业绩。

接下来，他特别提到了喜诗糖果公司的高盈利率。他认为，上市公司管理层不断降低产品成本或者提高产品品质，给客户带来更多价值，就能创造成本优势和差异化优势，从而使得产品能够保持较高的销售利润率；反之亦然。所以伯克希尔公司在购并企业时，特别注重该公司的盈利率水平高低。

巴菲特的这一观点，最早是从投资大师菲利普·费雪那里学来的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他非常赞同费雪在其著作《怎样选择成长股》中对销售利润率的分析。

费雪认为，从投资者角度看，通过营业收入的增加导致利润增长是有价值的。如果营业收入一年比一年增长，利润总是徘徊不前，就表明销售利润率不但没有增长，而且还可能在减少，这对投资者来说是绝对没有吸引力的。

投资者可以掌握这样一个简单方法：把公司利润去除以销售额得到销售利润率，在不同公司之间进行比较，这样很快就能鉴别出公司的好坏来。不过应当注意的是，这样的对比分析不能只看一年，而应该着眼于好几年。如果处于整个行业繁荣或萧条时期，单看某一年很容易导致错误结论，如果从一个较长时期看，就不容易看花眼了。

菲利普·费雪认为，真正能够让投资者赚大钱的公司，都是那些历史比较悠久、规模也较大、大部分拥有偏高销售利润率的企业，甚至可以说，它们在同行业内拥有最高的利润率。那些希望赚大钱的投资者，最好要远离销售利润率低的公司或边际公司。

他在这里所指的边际公司，是指当经济发展呈上升趋势时，原来那些销售利润率较低的公司，利润率的增长幅度反而会较高；而当经济发展呈下降趋势时，原来那些销售利润率较低的公司，利润率的下跌幅度反而会更快。费雪认为，投资者如果投资这样的边际公司，从长远投资角度来看风险太大，至少是不可能获得最高的长期投资利润。

菲利普·费雪说，投资者除了关注销售利润率的高低外，还应关注该公司的利润增长是什么因素引起的；并且，不但要看过去的利润率高低，更要看将来的利润率能否保持或得到进一步增长。因为从整体看，劳动力成本是每年在上升的，即使该公司过去有较高的利润率，将来是否还能保持这样的趋势则说不定；即使公司可以通过提高价格来维持销售利润率，这种做法也通常好景不长。

巴菲特对菲利普·费雪的上述观点完全同意。在他所投资的那些上市公司中容易看到，它们的销售利润率不一定是所在行业中最高的，却往往到达了那些竞争对手可望而不可即的地步。在每年伯克希尔公司年报致股东的一封信中，巴菲特几乎都要对主要几家投资公司销售利润率的增长情况作一番分析，引导股东正确关注这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体来看，巴菲特注重长期投资，他投资的那些公司的业务发展长期稳定，其销售利润率的高低主要取决于成本控制水平高低。

他举例说，富国银行总裁卡尔·理查德（前任）、保罗·哈恩，资本城/美国广播公司总裁汤姆·墨菲（前任）、丹·伯克都是这方面的高手，自始至终会对不必要的费用进行无情削减。他说，这两个公司的管理层“不论利润创造了新纪录还是正面临压力，始终积极地削减成本”。

成本空间让出来了，产品销售利润率就有了一定保障。所以说，投资这样的公司会让人感到十分放心。

回过头来看伯克希尔公司的投资对象，巴菲特选择的投资项目的盈利能力在所有上市公司中并不一定是最高的，但却是同行业中可望而不可即的超级水平。

特别值得一提的是，巴菲特对他的精神领袖菲利普·费雪的精神吃得很透，并且运用得非常到位。

例如，菲利普·费雪认为，高利润率并不表明一定要比同行平均水平高出好几倍，相反，如果真的高出好几倍倒不一定是好事，还可能会因为该公司的利润率和投资回报率太高引来竞争对手。所以最理想的情形是，利润率比次佳竞争对手高出2%～3%，就非常理想了。由于巴菲特所投资的那些项目业务长期稳定，日积月累这2%～3%的利润率之差就是一笔非常可观的经营业绩，它足以确保投资者取得长期、稳定、超额的投资回报率，并且相对来说还非常“安全”。

【巴菲特读年报心得】

菲利普·费雪认为，较高的销售利润率并非一定要（事实上是不应该）比平均水平高多少倍。如果某公司的销售利润率特别高反而不是一件好事，并且会很快引来竞争对手。巴菲特对此观点深表赞同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔的长期绩效实例

伯克希尔过去的增长纪录，未来不要说复制，即使是接近这个水平都是不可能的。我们的资产和收益基数，现在对我们来说已经大得不可能在未来获得超常增长。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注具体数据，要强调以数字说话。为此，投资者有必要懂得一些基本的会计知识，这无论对阅读财务年报还是股票投资都会有极大好处。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司过去的业绩增长纪录未来不要说复制，即使接近这个水平都是“不可能”的。伯克希尔公司的资产和收益基数，现在已经大得不可能在未来获得超常增长了。

巴菲特在这段话中说了两层含义：一方面，伯克希尔公司过去的业绩增长非常好，以后很难达到这样的水平。而很难达到这种水平的对象，既包括伯克希尔公司，也包括其他公司，虽然他没有这样明说，但明眼人一听就能听出来。另一方面，巴菲特每年都要在财务年报中“唱衰”未来，这是他的语言风格。他的本义是要投资者不要对未来寄予过高希望：伯克希尔公司过去的投资回报率如此之高，未来未必还能如此，这实际上是对投资者的一种风险提示。

那么，伯克希尔公司的长期绩效究竟如何呢？巴菲特在伯克希尔公司每年的财务年报封面上都要首先列出如下这样一张表格，把伯克希尔公司每年的投资回报率和当年标准·普尔500指数的变动幅度相比较，并且计算出累计数，和盘托出给投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔公司与标准·普尔 500 指数的绩效比较

年份	每年变动率(%)		比较结果	年份	每年变动率(%)		比较结果
	伯克希尔每股账面价值①	标准·普尔指数(含股利发放)②	①-②		伯克希尔每股账面价值①	标准·普尔指数(含股利发放)②	①-②
1965	23.8	10.0	13.8	1988	20.1	16.6	3.5
1966	20.3	-11.7	3.2	1989	44.4	31.7	12.7
1967	11.0	30.9	-19.9	1990	7.4	-3.1	10.5
1968	19.0	11.0	8.0	1991	39.6	30.5	9.1
1969	16.2	-8.4	24.6	1992	20.3	7.6	12.7
1970	12.0	3.9	8.1	1993	14.3	10.1	4.2
1971	16.4	14.6	1.8	1994	13.9	1.3	12.6
1972	21.7	18.9	2.8	1995	43.1	37.6	5.5
1973	4.7	-14.8	-19.5	1996	31.8	23.0	8.8
1974	5.5	-26.4	31.9	1997	34.1	33.4	0.7
1975	21.9	37.2	-15.3	1998	48.3	28.6	19.7
1976	59.3	23.6	35.7	1999	0.5	21.0	-20.5
1977	31.9	-7.4	39.3	2000	6.5	-9.1	15.6
1978	24.0	6.4	17.6	2001	-6.2	-11.9	5.7
1979	35.7	18.2	17.5	2002	10.0	-22.1	32.1
1980	19.3	32.3	-13.0	2003	21.0	28.7	-7.7
1981	31.4	-5.0	36.4	2004	10.5	10.9	-0.4
1982	40.0	21.4	18.6	2005	6.4	4.9	1.5
1983	32.3	22.4	9.9	2006	18.4	15.8	2.6
1984	13.6	6.1	7.5	2007	11.0	5.5	5.5
1985	48.2	31.6	16.6	2008	-9.6	-37.0	27.4
1986	26.1	18.6	7.5	年均	20.3	8.9	11.4
1987	19.5	5.1	14.4	累计	362319	4276	358043

说明：以上数据摘自伯克希尔公司 2008 年财务年报。其中，1965 年、1966 年的截止日期是当年 9 月 30 日，1967 年的截止日期是当年 12 月 31 日(15 个月)，其余的年份都是截至当年 12 月 31 日(12 个月)。最后一行年平均增长速度的统计范围是 1965 年到 2008 年，累计投资回报率的统计范围是 1964 年到 2008 年。

例如，在伯克希尔公司 2008 年财务年报中可以看出，从 1965 年到 2008 年间，伯克希尔公司的年平均增长速度为 20.3%，而标准·普尔 500 指数的年平均增长速度为 8.9%；从 1964 年到 2008 年间，伯克希尔公司的股票价格增长了 362319%，即 3623 倍，而标准·普尔 500 指数增长了 4276%，即 43 倍。

伯克希尔公司能取得这样高的投资回报率，原因多种多样，但不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否认，这与巴菲特特别热衷于阅读财务年报，从而从中挑选出特别具有投资价值的投资对象来，有着密切关系。

正如巴菲特的最佳搭档、伯克希尔公司副总裁查理·芒格在威斯科金融公司2007年股东大会上回答股东“阅读的重要性”时所说，如果你是一位观察员的话，你就会看到巴菲特做得最多的事情就是坐在那里阅读。所以，如果你想有所成就，那么就用生命的大部分时间去阅读吧。他预测，现在年轻的一代人成就会小于巴菲特，因为他们不像巴菲特那样“专注于阅读”。他认为，如果有谁要想变得更智慧，阅读是唯一途径。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，上市公司为了帮助读者了解公司的长期绩效，很有必要在每年的财务年报中列出与股市大盘进行对比的相关数据。如果其他上市公司也有这样的服务意识和“胆量”，不妨也这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

通过年报看公司口味

从财务年报看公司特点

每年结束，约有98%股份的股东会保留他们在伯克希尔的持股，因此每年年报的撰写皆延续前一年度，避免一再重复叙述相同的东西，从而大家可获得一些有用的讯息，而我也不会觉得厌烦。此外，约有90%的股东其最大的股票投资就是伯克希尔，所以有许多股东愿意花相当的时间在研读每年年报之上，而我们也努力设身处地地提供所有我们认为有用的信息给全体股东。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注通过年报看该公司都有哪些特点。这是普通投资者不大会想到的，也是泛泛阅读财务年报的投资者容易忽略的，但这却是十分重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在伯克希尔公司1979年年报致股东的一封信中说，每年结束时，占伯克希尔公司股份比例98%的股东都没有变动，这使得他每年撰写伯克希尔公司财务年报时，都不得不承接上一年度的叙述，避免一再重复。除此以外，大约有90%的股东，他们在投资的所有股票项目中，最大的投资部分就是伯克希尔股票。这决定了这些股东愿意花相当多的时间放在每年伯克希尔公司财务年报的阅读和研究上，而作为撰写伯克希尔公司财务年报的巴菲特，则会设身处地换位思考，从而在财务年报中给股东提供尽可能多的有用信息。

与此同时，由于伯克希尔公司股东相对稳定，所以伯克希尔公司每季度的季度报告就不必过于详细。一方面是这些股东和经营者都是以长远眼光来看待这份事业的；另一方面，也并不是每个季度都有新的或值得向股东报告的重大事项。

巴菲特特别强调，无论他个人是作为公司经营者还是股东身份，都认为每年的公司财务年报应该让经营者和股东彻底了解想知道的任何事情。当然，由于这两种身份的角度不一样，想要了解的侧重点和详细程度也是不一样的。

在这里，巴菲特的意思是说，对于投资者（股东）来说，非常有必要从该公司的财务年报中了解该公司的特点，从而帮助自己在投资决策时进行参考。

众所周知，伯克希尔公司是美国的一家上市公司，最早是1979在美国纳斯达克股票市场上市的。在此以前，由于伯克希尔公司并不是上市公司，所以无论是以金融报道为主的美国华尔街日报还是美国道·琼斯工业指数中，都不会报道伯克希尔公司的经营情况，虽然这时候伯克希尔公司的获利水平已经比一些美国著名的上市公司要高出几百倍了。

自从伯克希尔公司1979年成为上市公司后，情况就不一样了。根据上市公司的透明度要求，伯克希尔公司每个季度都要公布季报，这样华尔街日报马上就会报道相关信息。这固然是对上市公司的规定，但对于伯克希尔公司来说，从此也解决了长期困扰着的消息发布难题。

那么，在伯克希尔公司上市之前，该公司在发布消息方面又有怎样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的困惑呢？实际上，这就是巴菲特所说的，与当时（实际上现在也是如此，中国股市就更是如此了）美国股市上风起云涌的短期炒作相比，伯克希尔公司的长期经营和长期投资策略显得非常“另类”。

这种“另类”用巴菲特的精神导师菲利普·费雪的比喻来说就是，上市公司吸引投资者的方式就像餐厅招揽顾客一样，餐厅招揽顾客可以标榜其特色，如这是一家便利的快餐店或是优雅的西餐厅，或是特别的中餐厅等等，目的都是为了吸引同一性质的客户群。有一点显而易见：这种所标榜的特色不能经常变换，如果一会儿是法国美食，一会儿又是外带比萨大饼，反而会弄得顾客无所适从，丢失市场。

与此相似的是，一家上市公司也不能因为要迎合投资者口味，就一会儿追求高股利回报，一会儿追求稳定的长期获利回报，一会儿又要求股价在短期内有爆炸性增长。

巴菲特的意思是说，投资者在阅读财务年报时就必须了解该公司对投资者的获利回报方式，究竟是长期稳定的投资回报还是短期炒作的投机回报，或者具有其他什么特点。这些特点本身并无优劣之分，但必须符合你的投资愿望和要求。

而对于伯克希尔公司来说，巴菲特希望公司股东能一直喜欢它的“菜单”——长期投资，稳定回报；并且能“经常光顾”——时时关心伯克希尔公司的成长和业绩，阅读公司年报，参加股东大会。

从这个角度看，巴菲特非常不理解有些上市公司为什么会喜欢自家股票有很高的交易量。在他看来，他希望伯克希尔公司的股票交易量越少越好。因为股票交易量越少，就表明该公司的股东群体越稳定，公司原有股东对公司经营方向和未来越肯定。而这对伯克希尔公司的长期经营和稳定发展，都是非常有帮助的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，投资者阅读财务年报时要特别关注该公司有哪些与众不同的地方，从而与自己的投资意愿和口味相对照，看是否合适。这就像找对象一样，重要的不在于对方是否有钱、有地位，而是是否相配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考察管理层是否又红又专

在政府雇员保险公司（GEICO），托尼·奈斯利（Tony Nicely）18 岁加入这个公司，在之后的第 48 个年头，他继续蚕食着市场份额。1993 年，Tony 成为 CEO 时，GEICO 拥有 2% 的汽车保险市场份额，长久以来这个公司一直保持这个水平未曾突破，在 2007 年则为 7.2%，现在（2008 年）达到了 7.7%。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司管理层的素质和水平如何。因为你把这么多投资甚至全部资产都投在了该股票上，对该公司管理层完全不了解或完全不去了解，这是不可思议的。

巴菲特在伯克希尔公司 2008 年年报致股东的一封信中说，在政府雇员保险公司，托尼·奈斯利 18 岁时就加入了该公司，在接下来的 48 年里，他把政府雇员保险公司搞得有声有色，不断扩大市场份额。1993 年托尼·奈斯利开始担任政府雇员保险公司首席执行官时，该公司所占美国汽车保险市场份额还只有 2%。在之后的很长一段时间里，该公司一直保持着这样的市场份额，而到 2007 年时已经达到了 7.2%，2008 年达到 7.7%。

看得出，巴菲特对托尼·奈斯利非常欣赏，这同他十分欣赏政府雇员保险公司是一致的。事实上，这对巴菲特来说相辅相成。

在巴菲特收购某公司前，他必定会对该公司管理层十分欣赏才可能收购该企业；不仅如此，他还要求收购该企业后其原有管理层必须愿意留下来，否则他宁可放弃收购该企业。在巴菲特收购某公司之后，问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就变得更简单了，因为他可以利用控股该公司的大股东地位，随时随地撤换公司管理层。当然他一般不会这样做，因为原有公司管理层是他十分看好并邀请留下来的，“看花眼”的时候并不多。

所以读者容易看到，巴菲特每年在伯克希尔公司年报致股东的一封信中，都要大张旗鼓地表扬旗下的公司管理层。这一方面显示出他内心对他们的赞赏和鼓励，另一方面也是一种管理艺术，从舆论上促使这些公司管理层不敢有丝毫懈怠。因为巴菲特的财务年报全球都在看，这就相当于在全球各个角落都有无数双眼睛监视着这些公司管理层，必须竭尽全力，才能保持较高的获利回报率。

巴菲特衡量人才的标准，用中国话来说就是“又红又专”。

“红”是指公司管理层应该是德才兼备的明星经理人，能够事事处处站在投资者角度考虑和处理问题。巴菲特认为，公司管理层只有具备卓越超群的人格品质，屁股坐在投资者一边，投资者才值得把投资交给他们打理。就他本人来说，公司管理层如果不具备这样的条件，他就不会用巨额资金买入该股票。

“专”是指要具备高超的资本配置能力。巴菲特认为，公司管理层应当具备这样的能力，一切从股东利益出发，全心全意为股东价值最大化服务。尤其是从长远角度看，公司管理层的资本配置能力大小能够在一定程度上决定公司的未来发展前景，这一点不可忽视。

巴菲特在伯克希尔公司 2008 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司自从 1967 年介入保险业务以来，保险业务一直在推动着伯克希尔公司的成长，结果“非常令人惊喜”。然而要知道，这并不是因为整个保险行业发展多么迅速，而实在与伯克希尔公司旗下的那些明星经理人有关。

具体数据是，从 1981 到 2007 年的 26 年间，美国保险业的平均投资回报率是 8.5%，而全球财富五百强企业的平均回报率是 14%。这说明，仅仅从行业看，保险业的投资回报率并不高。正是因为有像政府雇员保险公司这样的发展速度，才取得了令人惊喜的业绩回报，而这是巴菲特和查理·芒格原来做梦都想不到的。

巴菲特分析说，正是因为政府雇员保险公司在托尼·奈斯利的领导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，一方面巩固旧业务，另一方面开拓新业务，才使得该公司在汽车保险领域中的市场份额跃居行业第三位，仅次于美国州立农业保险公司（State Farm）和好事达保险公司（Allstate）。而当初（1995 年）伯克希尔公司完全控股政府雇员保险公司时，它的排名才是第七位。

那么，托尼·奈斯利又是采取了什么措施呢？他的主要秘诀是为驾驶员节省保险费用。从道理上说，没有人喜欢购买汽车保险（没有人希望汽车出事故），但同时每个人又都喜欢开汽车。这样一来，就必然使得驾驶员希望以较低的费用买到较好的保险。如果保险业务能够满足客户的这种需求，就必定有市场竞争力。

而对于保险公司来说，又怎么才能做到提供价廉物美的服务呢？关键是要降低成本。而降低成本的关键是提高工作效率。所以你能看到，托尼·奈斯利的主要精力就放在这上面。具体数据是，2008 年政府雇员保险公司每个员工所承接的保单是 439 份，而仅仅 5 年前这个数字还只有 299 份。这表明，仅仅从这个角度看，效率就提高了将近 50%。

有了这样的竞争利器，当美国的汽车拥有量越来越大时，汽车保险机会可以说层出不穷。尤其是在 2008 年爆发全球金融危机以后，既然参加汽车保险不可避免，那么选择较低的保险费用、享受较高的保险服务就是所有人的共识。

有能力又业务精明的公司管理层，能够从这些方面为公司着想，实际上这也是为投资者着想。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报的目的之一是为了管理分析。因为归根到底，股票投资就是投“人”。公司仅仅具有竞争优势还不够，还必须拥有一支优秀的管理队伍才能长久保持这种竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在整个行业中的地位

无论是好年景还是坏年头，查理和我只关注4个目标：(1) 始终保持伯克希尔公司“直布罗陀式”的财政境况，特征是拥有巨大的超额流动性，短期保持适度的负债，拥有大量的收益和现金来源。(2) 拓宽那些给予我们事业以持久竞争优势的护城河。(3) 在新的领域发展并获取不同的收益来源。(4) 扩充并培养优秀的经理人。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在整个行业中的地位。毫无疑问，如果该公司处于该行业的龙头地位或重要地位，应当是一件好事情。

巴菲特在伯克希尔公司2008年年报致股东的一封信中说，无论年景好坏，他和查理·芒格只关注以下4个目标：一是始终保持伯克希尔公司手中要握有大量现金，控制企业的负债经营；二是要不断拓宽那些有助于维护企业长期竞争优势的经济护城河；三是要不断开拓新领域，用中国话来说就是不断挖掘“新的经济增长点”；四是扩充并培养明星经理人队伍。

从中可以看出，巴菲特在这里所说的他的工作重点，主要体现在从长远角度看如何提高企业竞争力、提高企业在整个行业中的地位。当然，这与伯克希尔公司旗下那些子公司多数处于行业龙头地位的背景也是有关的。

在许多人眼里，巴菲特是这样一种“优等生”——他不会犯错误，即使犯了错误也会很快就加以纠正，甚至永远能拿第一名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遗憾的是，这只是许多人的假想而已，实际上无论是谁，包括巴菲特，都不可能完美。重要的不是你的一时得失，而是你朝哪个方向走。换句话说，如果你朝正确方向走，那么就会离目标越来越近；相反，如果你的方向是错误的，就会离目标越来越远。

在这里，方向的重要性大于速度。一个简单的事实是，巴菲特至今仍然完整地保留了他年轻时代和父母的通信，并把他父亲信中的一句话看作是至理名言："如何"永远比"多少"更重要！

运用到股票投资中来就是，巴菲特把上市公司在整个行业中的地位看得比暂时能得到多少利润更重要。从某个角度看，这也是一种"留得青山在，不怕没柴烧。"而许多散户尤其是中国投资者，对此殊有不同。

例如，面对全球金融危机的冲击，巴菲特2009年2月在伯克希尔公司年报致股东的一封信中承认自己犯下了"重大错误"，而这时候就有许多投资者围绕着伯克希尔公司股票价格的大幅度下跌而评头品足，纷纷寄希望于在5月初召开的伯克希尔公司股东大会上，能够听到巴菲特的最新看法。可是当他们来到股东大会现场，亲耳聆听巴菲特说在2008年石油价格高企时大量买入了康可·菲力普石油股份和爱尔兰银行股份，并自称前者是"蠢事"、后者是"没有压力之下所犯之错"时，又纷纷感叹说"股神终于走下神坛"了。

需要指出的是，巴菲特从来就没有称自己为"股神"，这些原本是别人强加给他的，所以他也就谈不上走上或走下"神坛"。

所以读者容易看到，无论宏观形势如何变化，巴菲特都在做他认为该做的事。以2008年这样一个特殊年份来说，伯克希尔公司依然如期进行了三项大额企业购并案，不但为伯克希尔公司当年创造了15亿美元的税前收入，而且从长远来看大大提高了伯克希尔公司的获利能力，巩固了它在整个行业中的竞争地位。

至于一般人眼里认为绝对是"坏事"的伯克希尔公司股票价格的下跌，巴菲特认为，这不但没有使查理·芒格和他"感到不安"，相反，他还"乐于见到价格下跌"，只要手中有足够的现金，还会增加持股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说，这就是他的导师本杰明·格雷厄姆所说的“价格是你所付出的，价值是你所得到的。”也就是说，在股票下跌的情况下，你才能付出较少的价格就得到同样多的价值，这不是一件很好的事情吗？他举例说，无论是股票还是一双袜子，他都乐于在商品跌价时买入。例如2008年伯克希尔公司仅仅投入145亿美元，就买入了箭牌、高盛和通用电气等具备较高收益的股票，这是非常令人满意的投资。

究其原因在于，当时的背景是全球股票和债券市场大幅度缩水。回想还是在几年前，伯克希尔公司当时就投资了那些信用良好的市政和公司债权投资，而现在收益很不错。而这种收益在几年前投资时，是他想都不敢想象的。

巴菲特说这番话的意思是说，投资者在阅读财务年报时，不能只关心一时一地的经营业绩，更要从长远来看；在经济低迷时的投资，不能只关心眼下的收益，而要从长远来看能够给企业带来多少利润，或者能够在多大程度上巩固并提高该企业在整个行业中的竞争地位。只有用这种眼光看问题，才算是真正的长期投资。

巴菲特在这里实际上透露了一个秘诀，那就是在经济低迷时不要以拥有现金而感到沾沾自喜。要知道，这时候的现金握在手里收益接近于零，购买力最终会受到侵蚀。所以，正确的做法是相反——当商品和股票价格低迷时适当买入，等到将来经济回升时就会获得可观利润。

例如，伯克希尔公司2008年第三季度一共投资4只股票、增持2只股票、减持5只股票、清仓2只股票，总体来看持股比重没有多大变化，可是季末总市值565亿美元就比季初增长了15.51%。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该企业在整个行业中的地位和竞争优势，这比关心眼下的业绩更重要。如果企业在本行业中的地位越来越靠前，那么从某种意义上说这种投资就是有价值的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的所有权和经营权形态

首先我相信，最近许多公司的董事们已开始试着把他们的腰杆挺直，而现在的投资人比起以前来说，也慢慢地被公司当作真正的拥有人来对待，但是评论专家并没有仔细地去区别目前公开上市公司三种截然不同的经营权与所有权形态。虽然在法律上，董事们应该承担的责任是责无旁贷的，但他们能发挥影响力进行改变的程度却有很大不同。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的所有权和经营权形态。虽然很少有投资者这样做，但实际上这方面与公司的经营方向和经营业绩有着密切关系。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年年报致股东的一封信中说，在每年的伯克希尔公司股东大会上都会有人问他：如果哪一天他不幸被汽车撞倒了，伯克希尔公司该怎么办？巴菲特说，这使他有机会专门谈一谈这几年来相当热门的一个话题，那就是公司治理。

巴菲特说，首先他相信，许多上市公司的董事们开始把自己的腰杆挺直了（意思是说，这些董事敢于发表自己的观点，为公司股东讲话了）。而现在的公司股东与过去相比，也慢慢地开始把公司当做是自己真正拥有的来对待（意思是说，这些公司股东也越来越把买股票当做是投资而不是投机行为看待了）。但与此同时，评论家们却并没有去仔细区别目前上市公司中三种截然不同的经营权和所有权形态，以至于公司股东们对这个问题还没有引起足够重视。

总体来看，上市公司有这样三种经营权和所有权形态：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是在公司股权结构中没有一个具有掌控能力的大股东，这是目前上市公司中最普遍的一类。

巴菲特认为，在这种情况下，公司董事会无论做什么事，都要像背后有一个具有掌控能力的大股东在监督一样，无论什么样的情况都要确保作为虚拟的这位大股东的长期利益不受损害。如果能做到这一点，这种公司治理结构就是合理而有效的。这实际上就是中国人常说的“慎独”——公司董事会虽然有权做主，但必须时时考虑股东权益。

可是遗憾的是，只要一谈到长期利益，就会给董事会很大的调节空间。也就是说，董事会会利用“长期利益”的借口进行变通。在正常情况下，如果公司管理层比较平庸或者过于贪心，董事会就应该及时撤换管理层。如果董事会中的个别董事发现了这一点，要求撤换管理层，却得不到董事会中其他人的赞同，就应当发动其他股东“造反”。当然，实际上很少有董事愿意或者说敢这样做。

对此巴菲特建议，公司董事会成员不能太多，最好在 10 个以内，并且大部分董事都应该是从外部选聘的；而且要定期聚会，以便对公司首席执行官及时进行背对背的业绩评价。

首先，这些从外部选聘的独立董事必须具备商业经验，并且对这个独立董事角色感兴趣，还要能以股东利益为导向。绝不能因为这些人的社会地位或纯粹是为增加董事会成员的多样性就聘请他们。否则，这种独立董事充其量只是一种点缀，并且有时候还会误了大事。

二是公司股权结构中具有掌控能力的大股东，并且这个大股东本身就是经营管理层。很显然，伯克希尔公司就属于这种类型。

巴菲特说，在这种情况下，公司董事会并不是经营权和所有权之间的中介，他们是合二为一的。只要公司管理层不是太差劲，公司董事会中的董事除了反对就别无他法，大多数董事说话是不算数的。

这时候的正确做法是，独立董事应该通过辞职这种方式来表示对现有管理层的不满，以引起全体股东的警惕和注意。

三是在公司股权结构中具有掌控能力的大股东，可是这个大股东却不参与公司经营管理。这样的例子虽然不多，但也有不少。

在这种情况下，公司大股东虽然不参与经营管理，却照样可以利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其大股东身份，委托董事会中的独立董事或者这些人本身就是董事，通过这些渠道来了解情况，然后直接行使否决权。

巴菲特认为，这三种公司股权结构的存在，使得董事会成员在发挥影响力作用方面有很大不同。

总体来看，投资者一般都把注意力放在第一种类型上，因为这种情形最多。然而伯克希尔公司却属于第二种类型，并且巴菲特保证，在他有生之年，伯克希尔公司都将以这种股权结构存在。

他半真半假地说，无论他的健康状况是好是坏，“大家都必须继续接受我担任大股东兼经营者”。但他坦言，与此同时也不能避免伯克希尔公司在他身后会变成第三种类型。因为一旦巴菲特去世，他所持有的股份就会转给比尔·盖茨基金会从事慈善事业，这样，事实上就变成了基金会成为大股东，它当然要关心公司，却又不参与经营，以此来确保这些公司的正常运转。

从这三种类型对比看，理论上说第三种类型最能确保公司有一个一流的经营管理层，否则董事会随时可以进行撤换。而第一种类型的上市公司在这方面就很难办；第二种类型的上市公司，则会出现老板很难拿自己开刀的情形，“革命”革到自己头上，总是非常痛苦的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时关注公司治理结构是非常重要的。在所有权和经营权的三种形态中，以具有掌控能力的大股东从外部掌控公司却又不参与经营的方式为好，这时候最容易招募到明星经理人。

公司重大事项的决策过程

尽管如此，我们还是拥有几项优势，其中最有利的大概就是我们并没有一套策略计划。所以我们就没有必要依照固定的模式（一种几乎注定会以离谱的价钱成交的模式），而是完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以股东本身的利益为优先。在这样的心态下，我们随时可以客观地将购并案与其他潜在的几十种投资机会做比较，其中也包含经由股票市场买进部分股权。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是如何进行重大决策的。企业决策尤其是重大决策往往决定企业发展方向甚至生死存亡，作为投资者的股东，对此漠不关心好像怎么也说不过去。

巴菲特在伯克希尔公司 1995 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司收购企业时面临着一个无法回避的问题，那就是“卖方永远比买方精”。在这种情况下，怎样避免上当受骗呢？对此，伯克希尔公司拥有几项优势，其中最有利的优势就是伯克希尔公司没有一套固定模式的策略计划。要知道，如果用一种固定模式去收购企业，就很可能会产生弊端，因为你在明处，别人在暗处，卖方总会选择一个有利于它卖出的最佳时机，换句话说，你几乎注定要以离谱的价格成交。

而巴菲特在这里所说的主要优势，就是“完全以股东本身的利益为优先”。只要坚持维护股东利益，那么无论遇到什么样的收购，都可以在各种各样的投资机会中进行比较，其中也包括通过股票市场买入部分股权。在伯克希尔公司，就习惯了这种购并与被动投资的比较和选择，这是一味想要扩大经营规模的公司管理层绝对做不出来的。

巴菲特的意思是说，伯克希尔公司并不是盲目追求规模扩大。如果这种收购方案不能保证股东权益，那么他会考虑放弃该方案。无论遇到什么样的购并方案，只要抓住了这一条根本就可以了。

可以说，伯克希尔公司对于重大事项的决策过程实在高明。要知道，伯克希尔公司中最重要的决策就是收购企业，并且其收购对象各种各样，收购方案千差万别，收购规模又非常庞大。如果要利用常规策略去进行衡量，就会由于工作量巨大、耗费时间过长，不但丧失收购机会，而且许多收购方案根本无法进行下去。并且在此基础上，许多被收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购对象还会利用这一点钻孔子、做假账，抬高收购价格。

而现在，巴菲特常用的收购决策就是打破常规。读者在伯克希尔公司年报中往往能看到，巴菲特收购一家企业的决策过程往往不超过15分钟，并且没有聘用会计师事务所和律师事务所，有时候是他一个点头微笑就拍板了。

那么，巴菲特在这15分钟内究竟能做什么呢？实际上他上面已经提到了，那就是伯克希尔公司收购该企业后，以这样的收购时机、收购价格，是否能维护并增强伯克希尔公司原有股东权益。如果是，这桩购并案就是值得的、有价值的。

从中容易看出，面对千头万绪，巴菲特非常善于抓住主要矛盾和主要矛盾的主要方面，堪称是哲学家。

旁观其他许多上市公司，它们在进行重大决策时走的是一种常规道路，沿袭的是一种常规模式。毫无疑问，后者有着科学的理论根据，但任何事情有利就有弊。巴菲特与此相比“快刀斩乱麻”、“不走寻常路”，不仅省去了许多繁琐过程，而且有可能以更低的价格买到潜力股。

巴菲特在伯克希尔公司1995年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司“发神经”似地进行了三桩并购案，虽然许多人感到奇怪，可是他和查理·芒格却很坦然，因为他们并没有放松原有的谨慎态度。相反，他们对通过常规模式进行企业购并的方案却持怀疑态度。因为在他看来，大部分企业购并活动中，卖方报出的预估数字“娱乐性”过强。奇怪的是，居然就会有那么多买主相信这样的数字，他和查理·芒格从来就懒得理会卖方提出的预估价格。

巴菲特的言外之意是，伯克希尔公司在购并企业时根本不考虑对方提出的卖出价格，而是从伯克希尔的角度出发，看它究竟值多少钱。因为在考察了对方的财务年报和公司管理层之后，巴菲特的心中就已经有了一杆秤，已经有了对该购并对象值多少钱的大致评估。

这样一来就会出现这样两种戏剧性局面：有时候对方出的购并价格较低，巴菲特居然会主动加价；有时候对方报出的价格巴菲特认为过高，也会主动砍价。而且巴菲特所说的价格基本上是一口价，如果对方不能接受，则基本上后面就没有戏了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，伯克希尔公司2000年9月收购白山保险集团的可转换股票时，对方原来的报价是2亿美元，后来增加到了3亿。有人担心地问巴菲特，这个决定是不是过于草率了？巴菲特笑了笑说，其实伯克希尔公司即使用3亿美元买入也非常值得。他有这个自信。

巴菲特曾经说过这样一则小故事：说是有一位主人拥有一匹跛脚马，于是就牵着这匹马去看兽医，向兽医请教，为什么这匹马走路时的表现时好时坏？兽医告诉他说，这没什么大不了的，你只要趁它走路表现还正常时赶快把它卖掉就行了。

巴菲特的意思是说，企业购并案中类似于这样的跛脚马，经过一番包装就可能会以一个好价钱卖出去。而要防止买到这种跛脚马的唯一办法，就是不看对方的报价，而是从你的角度看它究竟值多少钱。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注一下该公司的重大决策是如何作出的。既然你拥有该公司股票，就表明你拥有该公司一部分所有权。漠不关心该公司的重大决策过程及其结果，简直不可思议。

投资收益如何实现最大化

很久以前，牛顿发现了三大运动定律，这的确是天才的伟大发现。但牛顿的天才却并没有延伸到投资中。牛顿在南海泡沫中损失惨重，后来他对此解释说：“我能够计算星球的运动，却无法计算人类的疯狂。”如果不是这次投资损失造成的巨大创伤，也许牛顿就会发现第四大运动定律——对于投资者整体而言，运动的增加导致了收益的减少。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注这个企业是靠什么盈利的，并且如何才能使盈利额变得最大。如果了解到了这一点，然后再与它的实际操作相对照，就会看出它走的路线是否正确。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，在很久以前，英国伟大的数学家、物理学家、天文学家、自然科学家艾萨克·牛顿（Sir Isaac Newton，1643～1727）发现了三大运动定律，这的确是一个天才发现。遗憾的是，牛顿的天才并没有延伸到投资领域中去。究其原因很可能是因为牛顿在南海泡沫事件中损失惨重，才没有在这方面深入研究下去。否则，牛顿很可能会发现第四大运动定律——对于投资者整体来说，运动的增加会导致收益的减少。

巴菲特在这里所说的牛顿三大运动定律，就是每个中学生在教科书中都要学习的牛顿第一运动定律（惯性定律）、牛顿第二运动定律（加速度定律）、牛顿第三运动定律（作用与反作用定律），这三大经典力学基本运动定律总称为牛顿运动定律。

后来，牛顿在南海泡沫事件中损失惨重，从此对股市心灰意冷。他说："我能够计算星球的运动，却无法计算人类的疯狂。"否则，他很可能会从中发现投资领域的第四大运动定律，这就是巴菲特给他总结出来的上述内容。巴菲特的这一说法虽是一种玩笑，但也不无可能。

所谓南海泡沫事件，是全球证券市场中第一例由于过度投机而引发的经济事件。今天大家所熟知的"泡沫"一词，就产生于此。

成立于1711年的英国南海公司，为了支持政府恢复债券信用，认购了总价值将近1000万英镑的政府债券。英国政府作为回报，对该公司所经营的酒、醋、烟草等商品实行永久性退税政策，并且把对南美国家的贸易垄断权也给了它。当时，人人都知道秘鲁和墨西哥的地下埋藏着巨大的金银矿藏，所以南海公司认为，只要对这些金银矿藏进行开发，财富就会源源不断地运回英国。一时间，南海公司的股票十分抢手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1719年，英国政府允许中奖债券与南海公司股票进行转换，大大促进了债券向股票的转换，并且带动了股价上升。每股价格从1720年1月的128英镑上升到7月的1000英镑以上，半年内涨幅高达7倍，并且带动其他股票的平均价格也上涨了5倍。

不用说，股市泡沫总有破灭的那一天。为了制止各类泡沫，1720年6月英国国会通过了“反泡沫公司法”，直接导致许多公司解散，并且引发南海公司股票价格的暴跌。1720年9月，股价跌到每股175英镑，1720年12月跌到每股124英镑，许多人倾家荡产，最终引发了政治问题。

据考证，牛顿从一开始就买入了南海公司的股票。他经过计算，觉得该股票的价格怎么也不会超过340英镑，于是见好就收抛出，赚了7000英镑。可是他后来看到所有英国人包括英国国王都在继续买股票，所以在几经犹豫之后，在南海公司股票价格涨到每股800英镑时，重新加大投入杀了进来。很快，股价在上升到1000英镑时掉头向下呈自由落体运动。最终，他一共损失了约2万英镑，相当于他过去担任英格兰皇家造币厂厂长时年薪的10倍。如果按照2.25%的年通货膨胀率计算，这相当于现在的760万英镑（超过人民币1亿元）。

巴菲特由此总结说，在过去的100年间，即从1899年12月31日到1999年12月31日，无论是伯克希尔公司还是其他美国投资者，要想大把大把赚钱简直是轻而易举的事。因为在此期间，道·琼斯工业指数从65.73点上涨到11497.12点，平均年收益率高达5.3%（包括每年的红利分配在内）。但有一点必须注意，那就是伯克希尔公司和投资者要尽量减少股票买卖行为，这就是上面所说的“牛顿第四运动定律”的内容。

对于伯克希尔公司来说，读者容易看到，巴菲特每年最重要的工作就是购并企业，并且购并数量很少，有时候全年没有一起购买案。初看起来，巴菲特的工作很“不积极”，但实际上这正是“牛顿第四运动定律”所要求的：多看少动，减少摩擦成本。

一个很简单的道理是，在美国，股票交易是要交所得税的，比例是盈利额的20%。换句话说，如果把所有股市投资者当做是同一个家庭的成员来看待，那么股市每年创造的收入就是这个家庭成员的全年总收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入。这时候，如果全年没有发生交易，家庭成员的全年总收入就是100%，而每发生一次股票交易就要缴纳20%的盈利所得税，交易次数越多，交纳这20%所得税的机会就越多；当交易次数达到一定程度时，全年总收入就可能从盈利变成亏损，这道理是显而易见的。

股市投资是这样，上市公司的获利收益也是如此。只有当投资者了解该公司是通过什么途径来获利、通过怎样的方式获利更多，才会更放心地把投资交给这家公司。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，投资者在阅读财务年报时不但要关心该公司的获利水平，更要关心它的获利方式以及怎样才能收益最大化。这实际上是把投资者当做企业决策者一分子来考虑问题。“不入虎穴，焉得虎子？”

看公司具有怎样的商业关系

2005年6月30日，我们收购了医疗保护保险公司(Medical Protective Company，Med Pro)，这是一家位于韦恩堡(Fort Wayne)、有着106年经营历史的医疗事故保险公司。医疗事故保险是一种十分难以承保的险种，一度成为许多保险公司的梦魇之地。然而，Med Pro却由于以下原因将会经营良好……

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司具有怎样的商业关系。虽然这对投资者来说似乎提出了较高要求，但这一点非常重要。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，2005年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6月30日伯克希尔公司收购了医疗保护保险公司。这家公司位于韦恩堡，有着106年的经营历史。要知道，医疗事故保险是一种十分难以承保的险种，一度成为许多保险公司的梦魇之地。然而，伯克希尔公司收购的这家医疗保护保险公司却由于以下原因而经营良好。

接下来巴菲特分析说：首先，医疗保护保险公司将会和伯克希尔公司旗下的其他保险公司一样具有先进的制度管理，那就是承保纪律高于其他一切经营目标；其次，医疗保护保险公司作为伯克希尔公司的一个组成部分，背靠大树好乘凉——财务实力上远远超过其他竞争对手。实际上这足可以向医生们保证，那些时间拖延很长的诉讼案件，绝不会由于他们所投保的保险公司的破产而无法结案；第三，医疗保护保险公司有一个聪明能干的首席执行官蒂姆·金纳西（Tim Kenesey），他本能上会和伯克希尔公司其他经理人一样进行思考。

容易看出，巴菲特这里看好医疗保护保险公司前景，是因为它纳入伯克希尔公司后的商业关系发生了根本变化，从而产生了脱胎换骨的改变。关于这一点，从伯克希尔公司收购可口可乐公司上看得更清楚。

巴菲特是在1988年开始大规模买入可口可乐公司股票的，不用说，他一定仔细研究过该公司历年来的财务年报。在这里，就让我们看一看他买入股票前一年即1987年从财务年报上究竟能读到哪些信息。

在1987年可口可乐公司的资产负债表上有这样几个主要指标：年销售额76.58亿美元、净利润9.16亿美元，公司股本为32亿美元、债务7亿美元、有形资产（主要是固定资产）16亿美元。

通过研究，内行的投资者会发现：该公司的年销售额高达76.58亿美元，可是怎么会只有7亿美元债务呢？因为谁都知道，大规模的销售必须是由巨额流动资金来支撑的。

原来，可口可乐公司拥有巨大的无形资产，包括品牌、分销渠道、低成本的生产系统、生产销售链上的良好商业关系等等。

以生产销售链上的商业关系为例。可口可乐公司在产品生产中资本最密集的部分是装瓶，这是一个关键环节，固定资产投入大、竞争激烈，并且不需要什么品牌效应。所以，可口可乐公司根据装瓶环节与公司本身的经营特点、竞争优势不同点出发，觉得完全没有必要把它揽在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手里。用中国人熟悉的话来说就是，完全可以把它放在外面“外加工”，这样就可以减轻自身的资金压力和竞争风险。

事实上，可口可乐公司正是这样做的。该公司自己不投入装瓶生产线，而是把这部分投资收益率较低、无法为股东创造更多价值的业务让给协作企业，自己把精力和资金集中投入在收益率较高、能够为股东创造更大价值的品牌上，只要与那些装瓶商签订合作协议就成了。

正因如此，你在可口可乐公司的财务年报上根本就看不到巨额固定资产投资、巨额债务、巨额流动资金。一方面，这些主体部分是其他企业在投资；另一方面，即使可口可乐公司投资在这些主体部分上，在可口可乐公司年报上也反映不出来，因为它们都反映在其他公司年报上去了。投资者在阅读可口可乐公司年报时，应该能想到这一点。

1990 年 11 月 12 日美国《商业周刊》报道说，可口可乐公司在运用财务杠杆方面的技巧就像演员演奏乐器一样娴熟。报道说，从来不愿意大量举债的可口可乐公司，居然在 1986 年借款 25 亿美元买下它的瓶装厂，然后把其中一个新的瓶装部门 51% 的股份对社会大众进行出售。

这样做的结果是什么呢？很简单，可口可乐公司轻轻松松地就拥有了一家资产为 39 亿美元的公司 49% 的股份，并且同时合并了一些独立的瓶装企业，进一步加强了市场营销力量。

而从财务年报角度看，这样一来，可口可乐公司就把这 25 亿美元的债务转移到了这个新部门的资产负债表上去了，通过这个新部门的销售收入来偿还债务，好像与可口可乐公司“无关”一样。当然，读者在可口可乐公司的财务年报上也就看不到这一切了。

正因如此，可口可乐公司才敢在 1989 年年报中说，该公司从 20 世纪 20 年代起开始转型，逐步变成一家全球性企业，60 多年来已经建立起了很多的、牢固的商业关系，并且在其中投入大量资金，从重置成本来看应该超过 1000 亿美元。该公司在 1995 年年报中更是直截了当地指出，如果有一天可口可乐公司彻底倒闭，它们只要根据产品商标的力量就可以毫不犹豫地借钱重新建设它。

巴菲特说，如果你想出 1000 亿美元让他买下可口可乐公司在全球的领导权，他会把钱还给你，并且告诉你说很抱歉，他做不到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在这里引用的数字“1000亿美元”，实际上指的就是可口可乐公司的商业关系的价值量!

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，投资者阅读财务年报时如果能了解该企业的商业关系，当然就能更好地把握它的盈利前景。真正做到这一点，表明你比其他投资者在利用财务年报上高明了许多，也表明这份年报对你有用得多。

公司如何与同行展开竞争

在霹雳猫保险业务上，我们主要有三项竞争优势。其中第一项是，向我们投保再保险的客户都知道我们有能力、也会在最糟糕的情况下履约付款。因为万一真的发生什么样的大灾难，很难保证金融恐慌不会接踵而至，届时在其客户最需要援助时，可能连一些原本享有盛誉的再保险公司都拿不出钱来。而事实上我们之所以从来不将风险再转嫁出去的一个原因，也是因为我们对于灾难发生时其他保险公司能否顺利支付赔款的能力有所保留。反之，只要是伯克希尔做出的保证，所有的保户都可以百分之百确定一定可以立即得到理赔。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是如何与同行展开竞争的。明白了这一点，会有助于判断该公司的竞争实力，以及它与同行竞争的有利因素和不利因素分别在哪里。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，谈到霹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雳猫保险业务，伯克希尔公司的客户主要是这样一些保险公司，它们希望通过参加再保险来降低自身盈利水平剧烈变化带来的风险。而伯克希尔公司所能提供的产品，是以合理的价格，把这些盈余变动的风险转移到自己身上来。虽然这会导致伯克希尔公司的盈利发生变化，但他和查理·芒格一点都不会在乎。他补充说："我宁可接受波动幅度比较大、但平均盈利率在 15% 的盈利水平，也不希望波动幅度比较小、但平均盈利率只有 12% 的盈利水平。"言外之意是，如果这种盈利水平虽然剧烈波动，却能在整体上提高伯克希尔公司的盈利水平，就是值得的。

那么，为什么是伯克希尔公司而不是其他再保险公司能够通过开展霹雳猫业务从整体上提高盈利水平呢？其实，这就是伯克希尔公司的竞争优势了。

巴菲特列举说，伯克希尔公司在开展霹雳猫业务方面主要有三项竞争优势。首先是，前来投保的客户都知道伯克希尔公司即使遇到最糟糕的情况也会有能力履约付款，这是一些原来享有盛誉的再保险公司都很难做到的。也正因如此，所以伯克希尔公司从来不把风险转嫁给其他保险公司。只要是伯克希尔公司做出的保证，所有客户都可以在遇到灾难发生时百分之百地立刻得到理赔。

伯克希尔公司开展霹雳猫业务方面的第二项竞争优势是，如果一旦发生大灾害，这时候保险公司要想重新寻找再保险公司往往很困难，而这时候伯克希尔公司绝对保证可以继续办理投保、提供任何服务。毫无疑问，在这个过程中，伯克希尔公司会优先办理老客户的业务。这样一来，全世界的保险公司和再保险公司都意识到，平时与伯克希尔公司保持密切联系非常有必要，因为这意味着将来遇到紧急情况时，可以确保在伯克希尔公司优先投保霹雳猫业务。

伯克希尔公司开展霹雳猫业务方面的第三项竞争优势是，对于单笔投保额来说，它所能达到的最高上限是其他保险公司无法提供的，这会有助于满足一些保险公司想提高保险额的要求。而且手续很简单，其他保险公司只要打个电话给伯克希尔公司，马上就能得到满意答复。

巴菲特举例说，1994 年发生的美国北岭大地震使得房屋保险损失超过所有人预料，但即使这样，这次大地震的力度也并不是最大。可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想象，如果遇到特大地震，它会给一些保险公司造成怎样的恐吓了。这件事情发生后，一些保险公司就开始考虑在房屋住宅保险条款中删除地震险条款了。

可是对于伯克希尔公司来说，依据强大的财务实力，地震险却成了伯克希尔公司保险业务中的最大项目。尤其是北岭大地震后，为了给中小型保险公司减轻负担，美国加利福尼亚州保险委员会委员夸肯·布什（Chuch Quackenbush）立刻修订了一张新的住宅地震保单。根据这份保单，所有保险公司的这项保险业务都必须投保再保险，这样就轮到伯克希尔公司英雄有用武之地了。伯克希尔公司由此一共接到了10亿美元的再保险业务。

也许有人会问，当其他保险公司纷纷寻求如何分担风险时，伯克希尔公司为什么会“顶风作案”呢？换句话说，承接这种霹雳猫业务究竟能给伯克希尔公司造成多大的理赔概率呢？巴菲特坦白地说，其实他也不知道，又不能通过计算机程序预测。不过有一点他可以确定，他心里早有准备，那就是把保费收入的90%用在损失理赔和相关费用上。这样，慢慢地经过一段时间就会发现这样的价格是否合理，然后再进行修正。无论如何，这都不会造成伯克希尔公司的财政困难。

巴菲特形容说，从事保险业务有时候确实无法准确评估风险到底有多大，但这并不影响开展保险业务。就像你并不一定真的知道一个人的实际年龄，却可以通过各种判断了解一个大概。或者说，你不必知道一个人的体重究竟是多少，就可以大致判断他是不是应该减肥一样。

巴菲特底气十足地说，伯克希尔公司还拥有全球最优秀的霹雳猫业务保险专家阿杰特·杰恩（Ajit Jain）。退一万步说，在发生大地震灾害的同时又遭遇到金融风暴，伯克希尔公司旗下的喜诗糖果公司、富国银行等也受到严重打击，也不至于会影响到理赔承诺。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时了解一下该公司是如何与同行开展竞争的，会有助于更好地了解该公司的经营特点和运行规律。正因伯克希尔公司强大的财务实力，它的霹雳猫业务才会立于不败之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立董事是否真正起作用

在伯克希尔公司，董事们与所有股东站在同一条船上。查理跟我已看过很多符合《圣经》所说观点的种种行为。根据多年的董事会经验，最不独立的董事当属那些依赖董事酬劳过生活的人（还有那些期待被邀请加入董事会的人士，好让他们得以增加更多的外快）。更可笑的是，正是这些人被归类为独立董事。这类董事举止大多彬彬有礼，且有一流工作，但人的天性使得他们不得不反对可能危及其生计的任何方案，基于诱惑而继续沉沦下去。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的独立董事是否真正起作用。对于广大散户投资者来说，既然自己无力参与公司经营管理，那么这时候独立董事能否真正成为散户投资者的代言人，就是非常重要而必不可少的。

巴菲特在伯克希尔公司 2004 年年报致股东的一封信中说，在伯克希尔公司，董事们与所有股东站在同一条船上。根据他自己多年来的董事会经验，最可笑的是那些最不独立的董事被称为独立董事，他们的特征是依靠董事酬金生活或者期待被邀请加入董事会，然后以此增加更多的外快收入。这些独立董事看起来大多彬彬有礼，并且有一流的工作，但人的天性使得他们不得不反对任何可能危及到他们个人利益的方案，在经济利益的诱惑下继续沉沦下去。

在这里，巴菲特一针见血地揭露了独立董事不独立的普遍现象。可想而知，如果广大散户投资者寄希望于通过这样的独立董事来维护自身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益，是根本靠不住的。

巴菲特举例说，根据他当时手上掌握的第一手材料，有这样一件与伯克希尔公司无关的购并案：公司管理层相当青睐这件收购案，并且投资银行也觉得相当不错，收购价格也非常满意，董事会中有许多董事已经同意了，并且已经准备提到股东大会上进行表决，可就在这时候，董事会中有几位独立董事，他们跳出来表示强烈反对。

说穿了，他们不愿意该公司被出售后自己离开独立董事岗位，从而减少每年至少 10 万美元的酬劳。结果显而易见，这桩金额高达几十亿美元的购并案最后并没有收购成功。

巴菲特怎么也不理解：这几位独立董事仅仅拥有极少数股份，并且这些股份基本上是该公司赠予他们的，实际上他们并没有付出任何代价，并且当时该股票的价格还大大低于收购价格，却怎么也没看到他们自己投入资金从市场上买入该股票。

如此一番分析，巴菲特认定，实际上这些独立董事根本就不希望这么高的出售价格，也不愿意从市场上以较低价格增持股份，说到底目的只有一个，那就是千方百计阻挠收购成功，以保证他们依然每年可以从中领取 10 多万美元的酬劳，如此而已。

试想，如果某个上市公司中拥有这样私欲严重的独立董事，广大散户投资者的利益又怎么能得到保障呢？

特别需要指出的是，在同一次拒绝这项收购案的董事会上，却居然通过了一项大幅度提高董事酬劳的提案。

巴菲特在伯克希尔公司 2002 年年报致股东的一封信中说，从理论上说，上市公司绝对需要拥有思想和言论独立的独立董事，但正如他在 1993 年就提到的那样，这些独立董事必须绝对具有三项特质，那就是丰富的商业经验、积极的工作态度并且以股东利益为导向。

巴菲特的言外之意是说，如果该公司的独立董事不能做到以股东利益为导向，那么他们就是“不合格”的。如果该公司董事会中有这样的独立董事存在，这时候投资者就要特别警惕了。

巴菲特现身说法说，在过去的 40 多年中，除了伯克希尔公司外，他曾经担任过 19 家上市公司董事，至少与 250 位以上的董事有过工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来往，其中多数董事都符合“独立董事”标准。然而遗憾的是，这些董事中大多缺乏他所提出的独立董事的三项特质之一。

巴菲特的意思是说，在这些上市公司中，独立董事对于广大散户投资者来说的作用微乎其微。这些人看上去彬彬有礼，并且学识渊博，可是对于该上市公司所在的产业并不是十分了解，又不会站在股东立场上去考虑问题、否决提案以及不合理的薪资报酬，名为独立董事实际上怎么也“独立”不起来。

巴菲特实事求是地说，至于他个人的表现做得也不是很好。通常的情形是，该公司管理层在做出违背股东利益的提案时，他往往只能选择沉默以对，“和谐”气氛超过了“独立”性。

那么，为什么会出现这种普遍现象呢？巴菲特分析说，从过去62年来的几千家上市公司案例分析中可以看出，自从1940年美国联邦法律规定投资公司必须按照一定比例设立独立董事，这个比例从原来的40%提高到后来的50%。这些独立董事和整个董事会的职责虽然很多，但基本上是两条，一是选拔任命首席执行官，二是协调争取达到最低的管理费用。但遗憾的是，这些基本上都是走过场、形式主义而已。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，既然普通投资者无法参与公司管理，那么通过独立董事来表达自己的最终意愿就是非常重要的。为此，要求独立董事能时时处处维护股东利益，而不是维护自己的蝇头小利、损公肥私。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

公司业务经营有何特点

公司业务经营有哪些特点

当各位在检视我们每季度的数字时，大家一定要知道我们霹雳猫保险的会计原则与一般保险有些许不同，没有将霹雳猫的保费收入按保单发行期间平均分摊认列。我们必须等到整个保单期间结束或是损失发生后才全部一次认列。我们之所以采取这样保守的做法，原因在于霹雳猫保单在年度截止之前特别容易发生意外事情，尤其是有关天气状况的保单更是如此。在历史上前10大意外灾害中，有9件是发生在下半年。此外由于许多保单在第一次重大灾害发生时并不理赔，所以若真的发生损失的话，通常会是在下半年。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该上市公司的业务经营都有哪些特点。财务年报虽然是静态的，可是却可以从字里行间和数据之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间发现某些规律，帮助你了解该公司的经营状况和运作特点。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，当读者在阅读伯克希尔公司每个季度的数据时，一定要知道伯克希尔公司霹雳猫业务的特点，以及它在会计核算上与一般保险业务的不同。

例如，伯克希尔公司就没有把霹雳猫业务收入按照保单发行期限进行平均分摊，而是等到整个保单期间结束或损失发生后，才全部做一次性列支的。

伯克希尔公司之所以采取如此保守的做法，原因主要在于意外状况通常容易发生在年度终了前，尤其是有关天气状况的保单就更是如此。从历史上最大的十大意外灾害保险中可以发现，其中有 9 件发生在下半年。除此以外，还有许多保单在第一次发生重大灾害时并不需要做出理赔。所以，对于霹雳猫保险业务所造成的实际损失来说，主要发生在下半年。

有鉴于此，伯克希尔公司在确立霹雳猫业务会计核算原则时，底线就放在：这项业务发生巨额损失的时间当然可能是任何一个季度，但这项业务要想得到巨额获利，则通常出现在每年第四季度的账面上。

一谈到保险业务尤其是其中能够产生巨额保险浮存金的霹雳猫业务，就不得不提到伯克希尔公司用于收购企业的主要资金来源即保险浮存金。如果没有保险业务及其产生的保险浮存金的贡献，那么无论是巴菲特还是伯克希尔公司的历史恐怕就都要改写了。

显而易见，保险业务及其浮存金也是伯克希尔公司业务经营的最大特点和亮点。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司开展保险业务所产生的资金成本，依然低于美国政府当年发行的国债利率。也就是说，在过去伯克希尔公司从事保险业务经营的 26 年来，这已经是第 21 年的资金成本远远低于国债利率了。不但如此，两者相比差距还非常大。

也正因如此，巴菲特才能通过拥有相当数量的低成本资金用于再投资，从而获取高效益。巴菲特的原话是说：如果哪一天伯克希尔公司取得的平均资金成本高于政府国债的利率，那么伯克希尔公司就再也没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理由继续留在保险行业了。

那么在1992年，伯克希尔公司在保险业务尤其是在霹雳猫业务方面的经营业绩又如何呢?

巴菲特说，和过去一样，唐·沃斯特(Don Warster)领导下的国家产险公司，汽车保险和一般责任保险业务，以及罗德·埃尔德莱德领导的企业公司运营，在为伯克希尔公司贡献低廉的资金来源方面作出了重要努力。

更不用说，当年这两家公司本身在保险业务方面也都有获利，这表明它们产生的保险浮存金的资金成本低于0。

当然，对于伯克希尔公司来说，除此以外还有一大笔浮存金是来自詹·阿杰所开发出来的大型业务项目。

巴菲特高兴地说，展望未来，他们在这方面所做的贡献还将继续增加。所以他由衷地感慨说，他和查理·芒格还是相当喜欢开展保险业务的，这也是伯克希尔公司在未来10年里的主要利润来源。

之所以这样乐观，是因为无论从哪个方面看，保险业务的产业规模都非常大，而伯克希尔公司所开展的一些保险业务在全球范围内都具有竞争力；换句话说，可以在全球范围内与同行开展竞争，把业务触角伸向全球。巴菲特表示，伯克希尔公司应当继续在这方面提高竞争力，无论是间接通过政府雇员保险公司还是直接控股美国中央州立保险公司这样的方式，方向和目标都是一样的。

巴菲特在伯克希尔公司1992年年报致股东的一封信中，大谈特谈该公司开展的保险业务取得的成绩及其取得浮存金的成本之低（其实，自从1967年伯克希尔公司进入保险行业以来，巴菲特每年都要这样做），实际上这是为了向读者更好地介绍伯克希尔公司的业务重点、经营特点、盈利来源，帮助读者更好地分析企业发展方向，便于作出投资决策。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，每家上市公司都有不同的业务特点，所以在阅读年报时就关注到这一点。不同的业务特点决定着不同的公司经营方式、利润来源、经营风险及其表现，这在财务年报中多少都能看出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是做大生意还是小生意的

不要期望我们的证券投资组合会出现什么奇迹，尽管我们主要持股一些实力强大且盈利能力很高的企业，但其股价根本谈不上便宜。作为一个整体，它们可能会在10年后价值翻番，一种可能性是下一个10年它们的每股收益总体上每年将增长6%～8%，其股价将或多或少与每股收益的增长相近（当然这些公司的经理人会认为我的预期过于保守，我希望他们是对的）。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的经营规模和大宗交易。换句话说，该公司是做“大生意”还是“小生意”的。不用说，专门从事金属材料批发的大公司和居民小区门口的烟酒零售店，这两种企业的业务经营特点就不能同日而语。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，尽管伯克希尔公司持股的一些企业实力强大并且盈利能力很强，但是其股票价格根本就谈不上便宜，所以大家最好不要期望伯克希尔公司的证券投资组合会出现什么奇迹。从整体上看，它们可能会在10年后实现价值翻番，或者每股收益年增长率达到6%～8%，以便与股票价格的上涨幅度相适应。当然，这些公司管理层也许会认为他的这种预期过于保守，他从内心来说也真的希望他的这种预期是过于保守的，换句话说，他希望实际增长幅度能够达到比6%～8%更高的水平。

巴菲特为什么会在这里提6%～8%的数据呢？实际上，这是他认为每一笔投资至少应该达到的年回报率。他认为，如果每一笔投资连这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的年回报率都达不到，那就不值得去做。伯克希尔公司手中永远握有巨额现金，原因之一就在于找不到合适的投资对象。

巴菲特上述所说的“实力强大”、“盈利能力很高”实际上概括了伯克希尔公司业务经营的大手笔特征。这是所有阅读伯克希尔公司财务年报的读者都有目共睹的。

巴菲特举例说，伯克希尔公司2005年的投资组合有两个重大变化：一是吉列公司并入了宝洁公司（Procter & Gamble），二是阿默普莱斯金融公司（Ameriprise）从美国运通公司（American Express）中分离出来公开上市。归纳起来，可以说是一合一分。与此同时，伯克希尔公司还大幅度增加了富国银行（Wells Fargo）股票，在沃尔玛公司（Wal-Mart）等股票上增加股份。所有这些举措，实际上都是符合伯克希尔公司一贯的经营原则和大手笔做法的。

不用说，经营一家大公司、开展大业务对公司首席执行官的要求非常高。巴菲特的观点是，无论如何夸大一个首席执行官对上市公司的重要性都不过分。也正因如此，伯克希尔公司在购并企业时，特别看重公司原有经营管理层的人品和能力，以及他们是否愿意在被伯克希尔公司购并后继续留下来出力。

巴菲特举例说，就以上面提到的吉列公司为例，在2001年吉姆·基尔茨（Jim Kilts）进入吉列公司之前，该公司还处于苦苦挣扎中，尤其是为资本配置的大错特错付出了沉重代价。要知道，吉列公司在这个金霸王电池（Duracell）购并案中，为股东们支付了几十亿美元的代价。特别需要指出的是，这种高昂代价在传统财务会计上根本反映不出来，所以读者在财务年报上是看不到的。

自从吉姆·基尔茨进入吉列公司后，情况马上就发生了可喜变化。他通过采取逐步严格财务纪律、全面收缩业务、促进市场营销等一系列措施，大幅度提升公司内在价值，为最终并入宝洁公司打下了基础。而当2005年吉列公司并入宝洁公司后，进一步实现强强联合，两家公司的发展潜力也都有了进一步增强。

毫无疑问，吉姆·基尔茨从中获得了非常丰厚却又理所应当的报酬，作为在这其中持股9.7%的伯克希尔公司来说，对此感到心甘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情愿。

做大生意的公司在业务经营、业务决策方面有着显著特点。总的来说，越是规模大的企业、越是重大的经营决策，最终基本上都是首席执行官"凭脑袋"拍板的。看起来这有些不可思议，而实际上在首席执行官"凭脑袋"拍板时，已经综合考虑到了诸多复杂因素和价值判断。

关于这一点，在巴菲特身上表现得尤其明显。伯克希尔公司的许多重大收购都是在巴菲特"不经意间"就决定了的。

例如，巴菲特在伯克希尔公司1995年年报致股东的一封信中就提到，当年资本城/美国广播公司与迪士尼公司的合并案就是这样的。

1995年7月14日下午1点15分，巴菲特结束了一场午宴，匆匆忙忙地去与资本城/美国广播公司总裁汤姆·墨菲打高尔夫球。这天上午，巴菲特刚刚在一次聚会上聆听了迪士尼公司总裁迈克尔·伊思纳（Michael Eisner）的精彩演讲，而这时候恰好在马路上两人相遇，于是巴菲则就上前打招呼，并作了短暂交流，顺便谈到资本城/美国广播公司是否有可能和迪士尼公司合并。因为在此以前，两人就已经交谈过这个话题，只不过巴菲特希望用股票交换，而迈克尔·伊思纳希望用现金交易，所以事情一直没有进展。而就是经过这几轮交谈，两人都觉得有必要在现金和股票的问题上相互让步。就这样，几个星期后双方就达成协议，原来一直僵持不下的问题迎刃而解。

巴菲特高兴地说，两家公司的合并受当天两人的巧遇受惠良多。要不然，这桩合并案不但不会如此顺利，而且很可能会无限期推迟下去。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，不同公司的经营规模、经营手法、经营特点决定着阅读财务年报时要采取不同的观点和方法。做大生意的公司来去较大，所以更要用一种宏观的、长期的眼光看问题，不拘泥于细枝末节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从三个方面考察竞争优势

让我们来看看什么样的公司能让我们眼前一亮。在关注于此的同时，我们同样也要探讨哪些是我们期望竭力避开的企业。查理和我要寻找的公司是：（1）业务我们能理解；（2）有持续发展的潜质；（3）有可信赖、有能力的管理层；（4）一个诱人的标价。我们倾向买下整个公司，或者当管理层是我们的合伙伙伴时至少买下80%的股份。如果控股收购的方式不可行，我们也很乐意在证券市场上简单地买入那些出色公司的一小部分股权。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注从三方面来考察该公司的竞争优势。具体说就是，要通过财务年报对该公司进行业务分析，而业务分析的重点是该公司在产品和服务方面是否具有强大竞争优势，是否能够为顾客提供特别价值。如果具备这些特点，这只股票就值得买入或持有；否则，就应当敬而远之。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，在看到什么样的公司能让我们眼睛一亮时，同样有必要探讨一下哪些是伯克希尔公司希望竭力避开的企业。具体地说，他和查理·芒格要寻找的购并对象具有以下特点：业务简单易懂，容易理解；具有持续发展潜质；有一个可以信赖、有能力的公司管理层；买入价格非常诱人。

巴菲特继续说，如果遇到符合上述特征的购并对象，伯克希尔公司倾向于买下整个企业；或者当该公司管理层是合作伙伴时，至少买下80%的股权（巴菲特的意思是说，另外不到20%的股权是留给这些管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理层的，目的是为了更好地调动他们的经营管理积极性）。如果这种控股方式不可行，那么通过在股票市场上买入一小部分股权也可以考虑。这就好比是拥有世界名钻“希望之钻”的一小部分一样，无论如何总要比拥有一整颗人造钻石“莱茵石”来得强。

那么，怎样来判断这是一颗天然钻石还是人造钻石呢？巴菲特认为，这就需要通过阅读财务年报来分析它的竞争优势究竟有多大、竞争优势究竟在哪里了。具体来看，这种竞争优势分析分为以下三方面：

一是历史分析。如果从过去看，该公司的业务简单易懂，并且具有长期稳定的经营历史，产品和服务持续多年一直保持较强竞争优势，就可以基本判断这是一只值得拥有的好股票。

二是现状分析。如果从现状看，该公司具有超级经济特许权，也就是说，与同行企业相比，该公司的产品和服务能够创造出与众不同或更多的价值来，让顾客欲罢不能，这就是值得拥有的一只好股票。

三是未来分析。如果着眼于未来，该公司在今后的长期发展过程中同样会保持可以持续的竞争优势，就表明该公司在将来的发展过程中仍然会给投资者和顾客创造一种不同的或更多的价值，这只股票从长远来看仍然是值得拥有的一只好股票。

容易看出，巴菲特在这里特别强调这家公司有没有竞争优势，并且最好是从过去到现在并且延续到将来一以贯之的竞争优势。这就引入了他经常提到的经济护城河的概念。

他说，一家真正伟大的上市公司必须要有这样一条经济护城河，来保护投资者获得很好的回报。因为在资本主义社会，任何能够赚取高额回报的生意，都必然会受到竞争者重复不断地竞相加入。而这时候如果拥有一条难以逾越的屏障（经济护城河），企业才能获得持续成功。例如，像政府雇员保险公司、好事多超市这种特别低的经营成本，以及像可口可乐公司、吉列公司、美国运通公司这样全球著名的强大品牌，都拥有这样的经济护城河。

为什么要从“古”到今考察一家上市公司呢？巴菲特说，这是因为在商业发展历史上充满着“罗马烟火筒”（Roman Candle）式的光彩炫目的公司。意思是说，它们的辉煌只不过昙花一现，就像人们所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到的幻觉一样，很快就被竞争对手超越了。而伯克希尔公司对购并对象竞争优势所作的“持续性”评判标准，就能很好地避免这样的缺点。

实际上，这一观点和做法与巴菲特的长期投资原则非常吻合。假如说某家上市公司只有一年时间的辉煌，那么对于短期股票投机炒作者来说，还非常有价值炒作这家上市公司的话；那么，对于坚持长期投资的巴菲特来说，这种只有短短一年时间的辉煌其实只是一瞬间，根本就不值得对此过度关注。

巴菲特不无得意地说，伯克希尔公司过去就是按照这样的标准，排除了许多正处在发展迅速而又变化不断的新兴行业里的新型企业。

众所周知，在 20 世纪末的那一波高科技股炒作中，巴菲特就没有参与进去。虽然他由此逃过了几十上百倍的投资收益，并且直接导致伯克希尔公司股票价格的增长幅度低于整个大盘，但很快就避开了接下来的一波高科技股票泡沫破灭的漩涡。

实际上，按照巴菲特的这个标准，某些纯粹是依靠某个明星经理人才取得成功的上市公司也被排除在外了。虽然这样的上市公司不可一世，可是如果一旦离开这个明星经理人，这家公司就太可怕了。

巴菲特由此总结说：“一道需要不断重复挖掘的护城河，最终根本就等于没有护城河。”言外之意是，经济护城河要经得起时间考验，这与伯克希尔公司的长期投资原则是相吻合的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要从过去、现在、未来三方面去分析这家上市公司的竞争优势，看它的经济护城河是否一以贯之或者在不断拓宽。千万不要被一时辉煌所迷惑，昙花一现的辉煌是靠不住的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的主营业务是否突出

我们的投资策略是集中持股，我们试着尽量不要这也买一点，那也买一点，因为那样会使得我们对于被投资的产业漠不关心，当我们觉得价格合理，我们就会一口气大量地买进。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的主营业务是否突出。按理说，主营业务突出的一元化经营和主营业务突出的多角化经营都很常见，可是在巴菲特看来，主营业务突出这一点很重要。

巴菲特在伯克希尔公司 1978 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的投资策略是集中持股，尽量试着不要这也买一点那也买一点。否则，无形中就会使得自己对于被投资的产业缺少关心。只要觉得买入价格合理，伯克希尔公司会一口气大量买进某一种股票。

实际上，这就很好地反映了伯克希尔公司的集中投资策略；而这种集中投资策略与巴菲特心目中一家好的上市公司应该主营业务突出的观点是相吻合的。

巴菲特说，伯克希尔公司无论是直接控股还是间接控股公司，这种集中投资策略都非常明显。在某些行业的上市公司，伯克希尔公司是 100% 控股的，而有些行业的上市公司如蓝筹邮票公司，伯克希尔公司的持股比率却只有 58%。所以读者容易看到，在伯克希尔公司每年的财务年报中，都会根据本公司具体情况对数据进行重新归类，以便能够更好地反映各类上市公司的特质，帮助股东理解。

巴菲特在伯克希尔公司 1978 年年报致股东的一封信中说，如果非常全面地把伯克希尔公司所有子公司的营业收入、费用、应收账款、存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货及负债等科目合并，所得到的数字就会来自于各种产业特性截然不同的行业如纺织、保险、糖果、出版等，不但无法解释实际状况，反而会模糊真正的焦点，所以伯克希尔公司内部从来就不使用这样的报表进行分析管理。

巴菲特的意思是说，普通投资者在阅读财务年报时也应当条分缕析地进行观察，而不是笼统地看某家上市公司的营业收入、费用、应收账款、存货及负债等数据，以及它们与过去相比的增减幅度。

例如，对于一家既有建筑企业又有出版企业的上市公司来说，房地产开发中如果要比去年增加几十上百亿元营业额很容易，只要多增加一个项目就行了，可是这在出版行业就不可思议，根本达不到。不用说，这种产业特性不同的财务数据不能相加，在小学里就已经学过了，只不过许多人在阅读财务年报时没有很好地注意并区分罢了。

巴菲特在伯克希尔公司 1995 年年报致股东的一封信中，再次提到一个非常有趣的案例。他说，1995 年有一位企业经理人告诉巴菲特说，这位企业经理人过去曾经一手扶起一家好公司来，并且这家公司在同行业中长期处于领导地位，只不过其发展前景显得有些暗淡。所以，几十年前这家公司就特别聘请了一家管理顾问公司，帮助其出谋划策。

聘请了这家管理顾问公司后，总要做点什么事情吧？很自然地，管理顾问公司就建议他们搞多角化经营。补充说明一点的是，多角化经营在当时很时髦，而该公司还没有走这步路，所以管理顾问公司建议他们这样做，既是一种对策，也是一种时尚。

然而，多角化经营并不是放之四海而皆准的真理，必须根据不同行业、不同企业来做决定。果然如此，不久以后，这家公司在向管理顾问公司交纳了一笔价格昂贵的购并调查费用后，买进了好几家公司。就这样，多角化经营确实是“多角化”了，可是其结果却相当糟糕。

这位企业经理人难过地说，原来该公司的利润来源 100% 来源于主业，可是仅仅 10 年过去后这个比例就变成了 150% 。换句话说，公司主业中有 50% 的利润被补贴在多角化经营上去了。

需要说明的是，对于规模非常庞大的上市公司来说，主营业务很可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能不只一个而是有许多个，这是不奇怪的。例如，如果伯克希尔公司只从事一项业务，那么依其目前的规模很难有哪个行业可以消化得了。与此同时，不同上市公司之间的主营业务当然是不同的，同样的业务在这家公司不是主营业务，换了一家公司就可能是主营业务了。

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中提到，2004年初美国最大的投资银行高盛集团公司的一位执行董事告诉他说，威名百货公司有意出售其子公司麦克莱恩（McLane）公司。而麦克莱恩公司的主营业务，是为大型超市、药品化妆店、快餐店、戏院等机构提供杂货配送和非食品运输等物流服务。

实事求是地说，这是一家好公司，可却不是威名百货公司未来发展的核心事业。巧合的是，伯克希尔公司却很需要这样一家公司，就好像是量身定做的一样。换句话说，麦克莱恩公司不是威名百货公司的主营业务，却可以成为伯克希尔公司的主营业务之一。

巴菲特说，多年来他一直把《财富》杂志每年固定举办的年度最佳企业奖投给威名百货公司。在伯克希尔公司收购了麦克莱恩公司后，他更加加深了这种看法，因为麦克莱恩公司确实非常优秀。

巴菲特的意思是说，麦克莱恩公司加盟伯克希尔公司后，使得伯克希尔公司的主营业务更加突出了。当然，规模庞大的伯克希尔公司的主营业务，远远不止这一项。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的主营业务是否突出。在他看来，主营业务突出的上市公司才能捏紧拳头猛烈出击、增强竞争力。伯克希尔公司的集中持股，是这种策略的很好体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司经营受哪些负面影响

通用再保险公司在我们于1998年购并之后一直就是伯克希尔的问题小孩，更惨的是，他还是一个重达400磅的巨无霸小孩，所以他的负面效应对我们整体表现的影响极为重大。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司经营会受哪些负面因素影响，当然，这些负面因素主要是指一些能在一定危害程度和一定可能性情况下发生的关键性因素。由于这些负面因素的存在，未来的公司业绩可能会下降，或可能出现不稳定状况。

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司自从1998年购并通用再保险公司以后，通用再保险公司就一直是伯克希尔公司的“问题小孩”。更惨的是，这还是一个重达400磅的“巨型小孩”，它的负面效应对伯克希尔公司整体性业绩影响极大。在这里，巴菲特之所以称通用再保险公司是“巨型小孩”，意思是说如果它一旦出问题，对伯克希尔公司的影响是很大的。

巴菲特说，感谢明星经理人乔·布兰登（Joe Brandon）和泰德·蒙确斯（Tad Montross）的努力，2003年初已经完全改进了核保纪律和损失准备提列，这表明通用再保险公司身上的那些问题已经得到了根本改观。当然，这并不排除以后仍然会发生各种各样的问题，因为在再保险这个行业中，本来就注定了不时会有爆炸性新闻发生的。

巴菲特说，通用再保险公司的财务实力是其他同行无法比拟的。2003年许多同行的信用等级被降低，而通用再保险公司则因为实力强大而更上一层楼。如此一来，伯克希尔公司旗下的通用再保险公司和国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家产险公司也就脱颖而出，成为全世界主要再保险公司中唯一一家具备AAA级等级的企业，这也是业内最高的信用等级。

对于再保险公司来说，强大的实力和信用等级对客户的吸引力是至关重要的。因为保险公司在购买再保险时，它们得到的只是一纸承诺，并且这种承诺能否兑现要在今后几十年里才能看出。而一旦发生意外灾害需要理赔时，再保险公司有没有实力是最重要的。

而现在，在再保险行业中，全球没有一家公司比通用再保险公司及国家产险公司的实力更强，这就意味着今后这两家公司的业绩有了更好的保障。据此，巴菲特高兴地说，通用再保险公司今后将会是伯克希尔公司的重要利润增长点。

不过巴菲特还是提醒股东们说，千万不要以为它们今后就不会有影响经营业绩的巨额风险了。他说，伯克希尔公司专门负责大型灾害保险的阿杰特·杰恩，虽然有着处理超大型非寻常再保险的经验，可是却无法排除这种超大型非寻常灾难的发生，例如加州大地震等。

这说明什么？这实际上说明，阿杰特·杰恩和伯克希尔公司今后的经营业绩，都会随着有没有发生大型自然灾害而起伏很大。所以大家一定要有这样的心理准备，在未来的某些年度，阿杰特·杰恩的业绩表现会非常差，这不是他个人的能力问题，而是因为有许多不确定因素在左右着他。当某年发生了巨大的自然灾害，伯克希尔公司需要付出巨额赔偿时，业绩表现当然就会变差；而当某年没有出现这样巨大的自然灾害，伯克希尔公司的业绩当然就会好起来。不过他请大家相信，从长期看，阿杰特·杰恩绝对是会交出优异成绩单来的。

巴菲特举例说，在过去的18年中，阿杰特·杰恩开动脑筋签发过很多非常特别的保单，这些保单一方面为伯克希尔公司创造了业绩，另一方面它们本身也存在着巨额风险。

例如，2003年百事可乐公司曾经举办过一次摸奖活动，参加者都有机会获得10亿美元大奖。不用说，这10亿美元是一笔巨额支出，所以百事可乐公司一定要想办法分散风险，而这时候选择伯克希尔公司投保就是一条最佳途径。

在这种情况下，伯克希尔公司签下了这笔10亿美元的保单，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是独立承担所有风险。按照双方协议，如果这笔奖金真的被中奖者抽到，将会分期支付给中奖者，这意味着伯克希尔公司实际承担的风险是2.5亿美元。

最后的结果怎么样呢？这笔10亿美元的奖金并没有被抽中，原来的巨额潜在风险有惊无险。但显而易见，如果一旦被抽中，伯克希尔公司就要兑现承诺，而这对伯克希尔公司当年的业绩会产生很大影响。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司的利润来得顺顺当当，主要原因在于公司“最重要的保险业务在很大程度上靠的是运气。感谢大自然的眷顾，这一年平安无事。2004年和2005年导致我们出现巨大亏损的飓风今年没有出现，我们的巨灾险从亏损变为盈利，而且盈利很多。”

不用说，巴菲特在这轻飘飘的讲话背后，仍然蕴含着对大自然一旦不再“眷顾”所造成巨额损失的担忧。

也正因如此，巴菲特几乎每年都要在伯克希尔公司财务年报中提醒股东“明年的获利可能没有今年好”或者“明年的情形将会变得更糟糕”等等。这一方面是要求大家降低心理预期，以免“希望越大、失望越大”；另一方面，也实在是对伯克希尔公司今后运营过程中会受到一些经营风险而导致业绩下降所感到的担忧。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在今后运营中可能会遭遇哪些经营风险和负面影响，以及它们对经营业绩所造成的影响。只有做到这一点，才能更好地衡量该公司的内在价值及波动区间。

公司经营有哪些关联企业

透过美中能源控股公司，我们持有众多公用事业80.5%（按完全稀释基础）的权益，其中主要项目包括：（1）拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

370万用户的英国第三大电力公司约克夏电力以及北方电力；（2）在爱荷华州拥有68.9万用户的美中能源公司；（3）肯特河及北方天然等两条天然气输送管线，约占全美7.8%的天然气运能。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司都有哪些关联企业。这些关联企业既可能仅仅是业务上的密切往来，也可能是股权结构方面的相互交叉。毫无疑问，关联企业能够在一定程度上“调节”该公司的经营业绩。不用说，懂得财务会计的读者都知道，关联企业往往是调节公司利润的“蓄水池”。

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司通过美中能源控股公司持有许多公用事业80.5%的股权，其中的主要项目有：一是拥有370万用户的英国第三大电力公司约克夏电力公司以及北方电力公司；二是在美国爱荷华州拥有68.9万用户的美中能源公司；三是肯特河及北方天然气等两条天然气输送管线，约占整个美国7.8%的天然气运能。

至于其余19.5%的股权，则分别由伯克希尔公司的三位合伙人所持有，他们分别是美中能源控股公司明星经理人戴维·索科尔（Dave Sokol）和格雷格·阿贝尔（Greg Abel），以及巴菲特的长期好友也是引荐巴菲特投资该公司的沃尔特·斯科特（Walter Scott）。

另外还需一提的是，因美国公用事业控股公司法（The Public Utility Holding Company Act，PUHCA）的规定，对于这样的公用事业类公司，伯克希尔公司最多只能拥有9.9%的投票权，所以伯克希尔公司依据股份所享有的绝对控股权，最终只能由沃尔特·斯科特来行使。

这样做的结果是什么呢？由于受投票权限制，美中能源控股公司的财务数据如营业收入、利润、资产、负债等并不能全部反映在伯克希尔公司财务年报中，而只能按照投资比率列入投资金额和利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这里，巴菲特不厌其烦地介绍这一切，目的是为了公司股东们对此有一个全面了解，知道这些财务数据分别说明了什么。与此同时，读者还会惊奇地发现，美中能源控股公司中 80.5%、19.5% 这种股权结构非常符合巴菲特一再提到的观点：那就是当被收购公司管理层是合作伙伴时，伯克希尔公司要求“至少买下 80% 的股权”。

话说回来，巴菲特在这里提到的美中能源控股公司还只是伯克希尔公司的一家子公司，类似于这样的子公司在伯克希尔公司还有很多。这也就意味着，从整个伯克希尔公司看，这种错综复杂的关联企业还有很多。这就要求公司股东们在阅读财务年报时对此有逐一了解，与此同时，在关注伯克希尔公司财务数据时，同样有必要关注这些关联企业的财务数据。理由很简单，这些数据是“相通”的。

那么，本公司和关联企业之间的财务数据是怎样“相通”或者说怎样“调节”的呢？这个问题非常复杂，一时半会儿说不清，但这里可以举一个最简单的例子稍微展开一下。

例如，如果美中能源控股公司不是公用事业类公司，那么伯克希尔公司也就不用受美国公用事业控股公司法的限制只能拥有 9.9% 的投票权了，这样，美中能源控股公司的相关财务数据反映在伯克希尔公司账面上的结果就完全不同了，不是部分而是应当全部列入伯克希尔公司财务年报，这就会颠覆性地改变伯克希尔公司几乎所有的财务数据。

这样，呈现在投资者面前的就可能完全是另一份财务年报。而在这两份不同的财务年报中，它们所反映的企业规模、资产规模、债权债务、经营业绩也完全不同。

巴菲特指出，伯克希尔公司和关联企业之间的关系非常复杂。例如，截至 2003 年年末，在美中能源控股公司的债务中，就有 15.78 亿美元是对伯克希尔公司的债务。换句话说，这 15.78 亿美元是美中能源控股公司欠伯克希尔公司的。这笔债务的存在价值，能够使得美中能源控股公司在进行购并其他公司时，不再需要向上述三位投资人追加投资。

要知道，上述三位投资人合伙占 19.5% 的股权，他们已经投入了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大笔资金。如果继续要他们追加投入，就会使他们发生筹措困难；而一旦不能追加投入，又会减少他们原来所持有的股份。

而现在呢，这笔债务的存在就可以解决这个问题。伯克希尔公司通过这笔债务来支持这三位投资者，实际上就相当于帮助他们“追加”股份，而伯克希尔公司这样做，只是收取了每年11%的利息。

这样做的结果是一举三得：一是三位投资者由此不再需要另外追加投资，事实上他们很可能也找不到资金来源；二是可以继续保持美中能源控股公司原有的股权结构不变；三是伯克希尔公司可以通过这笔债务每年收取合理的利息收入，也是不吃亏的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注与该公司业务往来密切尤其是相互控股的关联企业。这些关联企业之间的关系非常复杂，能够在很大程度上影响本公司的经营业绩乃至发展方向，调节利润。

业务受宏观经济影响的程度

在2008年，我们的投资从公司每股价值90343美元（去除少数权益）跌到77793美元，这一下降主要是由于市场价格的下降而不是股票或者债券公司净收入的减少。我们第二类投资的价值从税前每股4093美元下跌到3921美元（去除少数权益）。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注公司业务及其经营业绩受宏观经济影响的程度大小。虽然他投资股票时从来不考虑宏观经济形势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其走势，但毫无疑问，企业购并价格及其内在价值还是与宏观经济形势密切相关的。

巴菲特在伯克希尔公司2008年年报致股东的一封信中说，2008年伯克希尔公司A类股票的每股价值从90343美元下跌到77793美元，B类股票每股价值从4093美元下跌到3921美元。

巴菲特实事求是地说，2008年的这些业绩都不能让他感到满意。但必须指出的是，这种下降主要是由于股票市场价格的下降，而不是股票或债券公司净收入减少造成的。也就是说，这是从股票价格角度来考虑的，并不证明伯克希尔公司的实际经营业绩也出现了这样的下跌。

具体数据是，伯克希尔公司股票2007年年末的收盘价是每股14.16万美元，2008年末的收盘价是每股9.66万美元。资料表明，当年伯克希尔公司股票价格的下跌幅度为32%，是1976年以来最大的。可以聊以自慰的是，跌幅仍然低于当年标准·普尔500指数38%的跌幅，这也是伯克希尔公司股票价格在过去20年里的第14年超过标准·普尔500指数。

毫无疑问，由于受全球金融危机影响，2008年全球经济形势都不景气，所以伯克希尔公司在这样的宏观背景下股票价格下跌是有情可原的。

正如纽约对冲基金（Aquamarine Capital Management）首席执行官盖伊·斯皮尔所说："对于投资者来说，2008年是无处躲避的一年，伯克希尔也不能摆脱这样的命运。巴菲特所能做的也只是令其旗下公司避免遭受更多的损失。"

容易看出，投资者在阅读财务年报时如果能考虑到宏观经济环境处于怎样一个阶段，就会对财务年报中所反映的经营业绩做出更加恰如其分的评估。不过，这一点对于普通投资者来说要求并不低。

因为在通常情况下，宏观经济环境高低变化总的来看并不会太大，但某些行业所受影响比较大。当然，如果发生2008年这样的全球性金融危机，普通投资者也比较容易识别不同行业所受到的影响了。

需要注意的是，2008年全球股价都在下跌，而一贯倡导价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理念的巴菲特，这时候唯一能做的就是买到更多物有所值的股票。

从公开资料看，伯克希尔公司2007年全年的股票交易次数为8笔，而2008年则增加到12笔。这表明，在整个股市下跌时，巴菲特不但不感到害怕，而且认为这是买入股票的好时机。很显然，一旦经济形势好转导致股市反弹，这时候巴菲特手中握有的股票或企业内在价值回升，这样也就会把坏事变成好事，很可能从中大赚一笔。

所以读者在阅读财务年报时还有必要注意，如果是由于整个宏观经济形势变坏而导致该公司业绩变差，这时候该公司又有类似于低价购买原材料或趁机兼并其他企业等举措，应当看做是一件好事，并因此对该企业的发展后劲感到乐观。

从伯克希尔公司的发展历史看，这样的举措很多。这也是伯克希尔公司业绩回报高于同行的主要原因之一。也正因如此，美国 Carret Zane 基金公司合伙人弗兰克·贝茨认为："巴菲特有机会以最佳的方式进行交易，所以我并不认为其在2008年的投资表现很糟糕。"投资者在阅读财务年报时如果也能得出这样的结论，才算是正确的。

具体数据是，在2008年第四季度的三个月内，伯克希尔公司的股票投资组合下跌了至少15%，康菲石油公司的股票价格暴跌了29%，可口可乐公司股票价格下跌了14%，富国银行的股票价格下跌了21%。而当年伯克希尔公司的主要竞争对手如美国国际集团、XL公司等，它们的股票价格居然都暴跌了90%以上！相比之下，伯克希尔公司2008年前三个季度依然是盈利的，这就能看出两者之间的巨大差别了。更不用说，2009年第三季度伯克希尔公司的股票投资组合比第二季度上升了9.4%，达到760亿美元。

例如，2008年9月，就在全球金融危机走向纵深之处时，巴菲特投资18亿港元以每股8港元的价格购买了2.25亿股中国比亚迪公司股份，占比亚迪总股本的10%。而仅仅不到一年之后的2009年8月末，比亚迪公司的每股价格就达到48.6港元。照此计算，巴菲特所持有的这些比亚迪公司股票已经获得了超过91亿港元的账面获利，年获利率超过500%。

所以从历史上看，巴菲特面对宏观经济环境的恶化从来是面无惧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

色。他表示，2008 年的股票价格下跌对他来说没有任何影响。在此以前他已经经历过三次这样的情况了：一是 1974 年投资遭到重创；二是 1987 年这样的情形再次重现；三是 1998 年到 2000 年间股票价格曾经暴跌 50%。

他幽默地说，他唯一的希望就是寿命能够活得更长一些，以便有更多的机会看到这样的情形发生，并战胜它。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时应当关注该公司业绩受宏观经济环境影响的程度。如果宏观经济变坏该公司却能抓住时机把坏事变成好事，就应当对这家企业的发展后劲感到乐观，股价也可看高一线。

实际业绩决定财务数据

我是在 2002 年春天读的年报。我从没问过任何人的意见。我当时认为这家（中国石油）公司值 1000 亿美元，但它那时的市值只有 350 亿美元。我们不喜欢做事要精确到小数点三位以后。如果有人体重大约在 300 到 350 磅之间，我不需要精确的体重就知道他是个胖子。如果你根据中石油年报上的数字还做不了决定，那你就应该看下一家公司了。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时虽然不能过于迷信财务数据，但也不能全盘否定财务数据。虽然会计造假行为并不少见，但出现在财务报表上的数据终究是该公司实际业绩决定的，凭空捏造的情形并不多。

巴菲特在 2008 年 5 月举行的伯克希尔公司股东大会上，有股东提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问说，大多数职业投资者需要在阅读财务年报时做更多的研究，才会决定是否投资该股票，为什么巴菲特只读了中国石油公司的财务年报就作出了投资决定，请问他究竟从这份年报中看到了什么？

巴菲特回答说，他是在2002年春天读到中国石油公司财务年报的，他当时确实并没有征求过其他任何人意见。看了这份财务年报后他认为，中国石油公司的内在价值应该值1000亿美元，可是当时它的股票市值却只有350亿美元，由此他断定该股票在当时非常具有投资价值。

他进一步解释说，他做事情不喜欢精确到小数点三位以后。意思是说，虽然他不能确定中国石油公司财务年报的数据是否完全可靠，但基本上能从中确定该股票的价值区间了。就好比说某个人的体重大约在300到350磅之间，他不需要知道这个人精确的体重数据，就可以判定他是个胖子（1磅=453.59237克=0.45359237公斤≈0.9斤。体重300磅到350磅大约相当于270斤到315斤，确实够胖的了）。如果你根据中国石油公司财务年报上的数据还不能得到这样的结论，那么你就应该去读另一家上市公司的财务年报了。

这时候坐在一旁的查理·芒格补充说，伯克希尔公司用于研究的费用投入比美国所有机构都要低。据他所知，有的机构每年用在这方面的会计费用高达2亿美元。而伯克希尔公司的投资思考方式更像工程师，他们需要的不是如何精确，而是考虑能够留给自己的投资有多大的安全系数，所以据此作出的投资获利会更可靠。

提到巴菲特投资中国石油公司股票H股，这还是他第一次购买中国概念股，所以他在操作手法上并没有完全采取买入后就长期持有的做法。巴菲特为什么会这样“一如反常”呢？实际上，这也是他从阅读中国石油公司财务年报后作出的决策。

巴菲特在这次股东大会上介绍说，当时他抛售中国石油股票的时候全球原油价格已经上涨到每桶70多美元，这就意味着该公司的市场价值已经上升到2750亿美元，一度成为全球股市中市值最高的股票。在巴菲特看来，这个价格已经超越同行很多，“没有投资价值”了。

从巴菲特投资中国石油公司股票的经历可以看出，财务年报上的数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据无论可信度如何，都是可以作为参考的。这和国内有些投资者认为上市公司的财务年报有假，所以没必要关注年报的观点截然相反。

确实，中国的股票市场还很不规范，其表现之一是财务年报数据的可信度较差，过于专业的财务年报普通读者看不懂，不利于对公司基本面进行分析。

然而，阅读财务年报的作用不仅仅在于对该公司进行财务分析，还包括对该公司所处的整个行业的市场情况、竞争环境、成本结构有一个大致了解。如果读者懂得一些基本的财务知识，还会对过于离谱的财务造假有所发现。

因为从道理上讲，财务数据确实存在着很大的调节空间，有些上市公司也确实会虚构数据，但如果由此全盘否定财务年报的作用，这种观点是不正确的。更不用说，财务造假是个全球性难题，很难有财务年报100%反映客观现实的。

在这种背景下，投资者不妨学一学巴菲特阅读中国石油公司年报时所采取的经验，那就是具体算一算该公司的内在价值和市场价值之间究竟有多大的空间，然后打个折扣就可以了。

这里的折扣就叫安全边际，通俗地说叫留有余地。当然，你究竟给财务数据打多少折扣、给投资获利回报率留下多大的安全边际，每一位投资者都可能是不同的。

有人采用巴菲特的方法对中国 A 股市场上的所有股票进行分析，发现在2001 年12 月31 日到2006 年9 月29 日之间，中国 A 股市场除权后的股票价格平均下跌了 14%，其中一半以上的股票价格下跌幅度超过 34%。然而与此同时，也有 76 只股票价格的上涨幅度超过 80%。而这 76 只股票 2005 年的净利润比 2001 年平均增加 405%。这表明，这些表现出色的股票其经营业绩同样相当出色。在整个 A 股市场中，2005 年净利润比 2001 年增长 80% 以上的股票有 314 家，这些股票在此期间的价格平均上涨了 24%，同样明显优于整个股市大盘的表现。

这就能很好地证明，巴菲特在阅读财务年报时中采取的这种分析方法是有事实依据的，在中国也同样是适用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，虽然财务数据造假在上市公司中比较普遍，但不能因此就否定财务年报的作用。归根到底，财务数据的基本来源仍然是公司业绩，只不过在分析财务数据时要留有适当余地就行了。

浮存金在伯克希尔的地位

真正令我们感到兴奋的是保险事业的营运，政府雇员保险公司正处于爆炸性的成长阶段，而且这种情况预期还会继续维持下去。在进一步说明之前，让我们先解释一下何谓浮存金，以及如何来衡量它的取得成本。因为除非你对这个课题有所了解，否则你根本就不可能有办法对伯克希尔的实际价值做出合理判断。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在业务经营方面有什么特别的地方。不同行业、不同企业都会有一些独特的经营优势，从这些方面入手，会比较容易了解该行业、该企业。

巴菲特在伯克希尔公司 1997 年年报致股东的一封信中说，真正令他感到兴奋的是伯克希尔公司的保险业务。具体地说就是，当时的政府雇员保险公司正处于爆炸性成长阶段，而且这种情况预期还会继续维持下去。而要了解政府雇员保险公司，就必须首先搞清楚什么是保险浮存金以及怎样衡量它的成本。除非你对保险浮存金有所了解，否则你根本就不可能有其他办法对伯克希尔公司的内在价值作出合理判断。

在这里，巴菲特把保险浮存金的概念和特点提高到了正确判断政府雇员保险公司以及伯克希尔公司内在价值切入点的高度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，如果你要阅读伯克希尔公司财务年报，就必须首先了解该公司的主营业务保险业务；而要了解保险业务，就必须首先了解保险浮存金的特点以及它在业务经营中的作用。

更不用说，伯克希尔公司开展保险业务所取得的浮存金中，有相当一部分要上交给公司总部，具体地说就是供巴菲特进行再投资。所以巴菲特这样强调保险浮存金的作用，实在是一点也不为过。

巴菲特介绍说，在保险公司营运中，通常要先向客户收取保费，然后等到需要承担保险损失时再付出。在此期间，这笔保费可以供保险公司无偿使用，当然也可以用于其他投资领域。如果收取的保费不足以支付最后付出的相关理赔损失和费用，就构成了浮存金成本。从长期来看，浮存金的成本如果能低于从其他渠道取得资金的成本，就是有利可图的。相反，如果保险浮存金的成本长期高于其他渠道取得资金的成本，或者简单地说，要高于银行贷款利率，就没有什么意义了。

从这一点上看，保险浮存金的性质就是保险公司暂时持有、却暂时还不属于保险公司的资金。从会计核算角度讲，有点类似于“应付货款”、“其他应付款”、“应交税金”、“暂存款”等。

不过这样一来，就有一点要注意了：由于保险浮存金将来要用于实际发生损失的理赔，而将来究竟要有多少浮存金用于实际理赔，只能依靠估计，这样就给保险公司在评估浮存金成本时留下了相当大的伸缩空间，估多估少外人不得而知。一般来说存在合理的误差是正常的，但上市公司有时候往往会故意夸大这种误差，从而达到调节利润的目的。

那么，怎样才能识别有没有调节利润呢？这主要就得靠经验了。对于这方面缺少经验的投资者来说，主要是看财务年报中所提取的损失准备金比例是否合理。与此同时还有一条经验是，因为这些上市公司的财务年报都是必须通过会计师事务所审查的，所以要特别留心一下会计师事务所有没有出具什么特别声明。巴菲特的经验是，在会计师事务所针对财务年报数据所作的文字说明中往往能看出一些问题来。而伯克希尔公司对此的做法是，宁可保守一些、在财务年报上反映的经营业绩差一些，也要尽量让这种说明减少到最低程度。

例如，由于伯克希尔公司的保险业务已经连续6年盈利，浮存金数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额相当大（2008 年的水平是 585 亿美元），所以反映在伯克希尔公司 2008 年财务年报上的浮存金，是把所有的损失准备、损失费用调整准备、未赚取保费汇总以后，再扣除应付佣金、预付购并成本、相关再保险递延费用后，作为保费收入总额的。

这是什么意思呢？这就是说，伯克希尔公司保险浮存金的核算是保守的，2008 年至少有 585 亿美元的浮存金可以供巴菲特用于购并企业和其他再投资使用；与此同时，由于伯克希尔公司的保险业务是盈利的，所以这些浮存金的成本低于零，换句话说，哪怕是持有这些资金存在银行里，伯克希尔公司就已经在盈利了。

巴菲特在伯克希尔公司 2000 年年报致股东的一封信中强调，伯克希尔公司最大的主营业务是保险，所以你如果想要了解伯克希尔公司，首先就必须知道如何去评估一家保险公司。而评估一家保险公司最关键的因素有三个：一是这家企业能够产生多少浮存金；二是取得这些浮存金的成本是多少；三是最重要的是长期来看浮存金的变化趋势。

就伯克希尔公司来说，巴菲特认为，从长期来看伯克希尔公司以后的浮存金成本都可以压得很低，但由于必须负担保险业务中可能出现的追溯再保险每年提列的费用，所以不一定会保证每年的浮存金成本都低于零。

当然，除此以外，浮存金对伯克希尔公司的作用，除了取得这些浮存金的成本高低外，更重要的还在于伯克希尔公司使用这些浮存金进行再投资所得到的效益——如果再投资得到了获利甚至获利很高，那么再加上浮存金的低成本优势，伯克希尔公司的整体业绩会非常优秀；如果再投资获利不多甚至还要亏本，那么不但会抵消原来的浮存金低成本优势，甚至还会使得整个伯克希尔公司造成亏损。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，由于伯克希尔公司的主要业务是保险，所以如果你不了解保险业务尤其是保险浮存金的特点，就很难真正了解伯克希尔公司，接下来也就更谈不上对伯克希尔公司的内在价值正确评估了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

会计准则变动造成的影响

会计报表的汇总差异

表格显示的是伯克希尔账列盈余的主要来源。在这张表中，商誉的摊销数与购买法会计调整数会从个别被投资公司分离出来，单独加总列示。之所以这样做，是为了让旗下各事业的盈余状况不因我们的投资而有所影响。过去我一再强调，我们认为这样的表达方式较之一般公认会计原则要求以个别企业基础做调整，不管是对投资者或是管理者来说更有帮助。当然，最后损益加总的数字仍然会与经会计师查核的数字一致。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注会计报表的汇总方式及其差异。因为一家上市公司通常会包括许多子公司，需要进行报表汇总。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报表汇总的方式可以多种多样，虽然它们都不违反会计准则，可是在这背后会造成许多令人难以察觉的差异。

巴菲特从1989年开始，连续几年在伯克希尔公司每年的财务年报中以相同的文字叙述说，在伯克希尔公司当年财务年报中所列的主要利润来源中，商誉的摊销数与从购买法角度所作的会计调整，已经从个别被投资公司中分离出来单独列示。这样做的目的，就是为了让伯克希尔公司旗下各子公司的经营业绩不会因为总公司的投资而受影响。

巴菲特说，过去他一再认为这样的表达方式和一般公认会计准则要求以个别企业为基础进行调整相比，无论对公司股东还是公司管理层都会有帮助。当然，经过这样的部门、项目调整后，最终汇总的数据仍然应该和经过会计师事务所审核后的数据相一致。

那么，巴菲特在自作主张进行的会计报表汇总中又都做了哪些变动呢？他介绍说，为了帮助公司投资者（股东）更好地计算伯克希尔公司的内在价值，他和查理·芒格把伯克希尔公司的几十个子公司的业务划分为四大类，并且据此重新编制了资产负债表和损益表。

这四大类别分别是：一是保险业，这是根据各子公司的保险业务项目重新归类的；二是制造、出版、零售业，这是在扣除了非本业资产的基础上根据购买法进行的会计调整；三是金融业子公司，例如联合储贷公司、斯科特·费策公司的财务公司等；四是其他业务，如前面所述三大类别中的非营业资产如有价证券投资等，以及伯克希尔公司控股的威斯科金融公司、伯克希尔总公司的一些资产和负债等。

正如巴菲特前面所说的那样，经过这样的整理划分后，投资者在财务年报中看到的具体数据已经变得“面目全非”了。他承认，这种调整和表达方法并没有经过会计师事务所同意，但最终汇总结果包括利润总额、净利润，都会与经过会计事务所审核的数据相一致。

巴菲特特别指出，这种公司内部的会计报表汇总差异，并不包括根据会计准则的规定伯克希尔公司不能汇总在内的其他投资收益（这个数额相当巨大，关于这一点，本书以下篇章接下来会有详细讨论）。

巴菲特的意思是说，投资者在阅读伯克希尔公司财务年报时，应当把这部分投资收益也计算在内，虽然这部分投资收益并没有出现在伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔公司的财务年报上（因为按照会计准则规定不能这样做）。

这也就是巴菲特第一次在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中提到的“透视盈余”概念。

他说，透视盈余应当由三部分组成。以伯克希尔公司的透视盈余为例，一是反映在伯克希尔公司财务年报上的账面利润，二是加上保留在伯克希尔被投资公司账面上的保留利润，三是扣除这些保留利润分配给伯克希尔公司时伯克希尔公司应该缴纳的所得税。

巴菲特认为，投资者在阅读财务年报时关注的利润应该是透视盈余，这是上市公司内在价值增长的基础。他对伯克希尔公司的期望值是每年的透视盈余增长率达到15%以上，而伯克希尔公司从1965年到1991年间，透视盈余的增长率与账面利润增长率相一致，年平均增长率达到23%，所以他对此感到比较满意。

巴菲特在伯克希尔公司1991年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司1991年的透视盈余不但没有增加，而且还减少了14%，这是为什么呢？原因之一就在于核算方法发生了改变，导致账面“收入”减少。原来，1991年4月1日吉列公司的特别股被要求转为普通股，这样一来，1990年吉列公司特别股的税后利润有4500万美元，可是1991年第一季度的利润分配加上后三个季度的普通股透视盈余，就大大减少了。

1991年伯克希尔公司在计算透视盈余时，同样采取了分类整理然后汇总的方法，巴菲特相信，投资者（股东）会通过研究这种会计报表合并方法而从中受益。

因为在这过程中，投资者（股东）会了解到其中的个别投资组合应该分配到的真正的利润合计数。再说了，所有投资者（股东）的目标，不就是建立一项投资组合，并且可以让其透视盈余从现在开始的10年内达到最大化吗？

巴菲特相信，通过这种方式会迫使投资者（股东）考虑该公司的长期利益，而不是短期股价表现，从而提高投资业绩。不可否认，从长期来看投资业绩的改善仍然要建立在股价表现基础之上，但同样不可否认的是，股价表现最终如何依然取决于该公司未来的获利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注该公司的会计报表是否进行了某种整理和汇总；如果是，就要研究不同汇总方法会造成哪些差别。上市公司一般来说都有许多子公司，所以进行报表汇总是必然的。

会计准则变动导致业绩悬殊

1993 年另外一个会计原则的变动影响的则是我们账上持有的这些有价证券的价值。近几年来，我们保险公司所持有的不管是普通股或是约当普通股，都是按市价计算；至于母公司或是其他非保险业子公司所持有的股票，则以成本与市价孰低法计算，现在一般公认会计原则则改成全部都按市价计算。这个规定将从 1993 年的第四季开始实施，此举将使得伯克希尔的净值增加 1.72 亿美元。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注这个年度内会计准则有没有发生变动。因为会计准则的改变必然会导致会计核算方法改变，而会计核算方法的改变又会直接导致经营业绩改变，有时候这种变动数额是非常悬殊的。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年年报致股东的一封信中说，1993 年伯克希尔公司的净值增加了 15 亿美元。从会计角度看，这项业绩是两条正面因素和两条负面因素综合影响下的结果。

巴菲特在这里所说的正面影响因素，是指当年伯克希尔公司账面上的有价证券价值因为会计准则的变动“增值”了。他说，近几年来伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔公司保险业务所持有的普通股和约当普通股都是按市场价核算的，而伯克希尔公司本部以及伯克希尔公司旗下子公司中的非保险业务所持有的股票，则是按照成本价与市场价孰低法计算的。而会计准则规定，从1993年第四季度开始，上面这些股票全部要按照市场价计算，这样一来就使得伯克希尔公司的经营业绩“凭空”增加了1.72亿美元。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中增加了一份附录，里面列举了一篇本杰明·格雷厄姆1936年末写的讽刺文章。文章挖苦说，全球最大的制造企业美国钢铁公司进行了一项全面更新计划，在制造、销售政策全都没有变动的情况下，仅仅通过会计账务处理进行大幅度调整，就大大提高了公司获利能力，使得业绩表现非常不好的1935年，在采用新会计制度下居然取得了每股盈余50美元的水平。

巴菲特在伯克希尔公司1992年年报致股东的一封信中说，1993年1月1日开始实行的一项会计准则规定，所有企业都必须把应该计算的退休金负债列入账内。虽然在此以前一般公认会计准则也规定，企业必须首先列支未来必须支付的退休金，可是却忽略了企业未来必须承受的健康保险负担，而新规定则会在公司资产负债表上列出一大笔负债。这一大笔负债的提列，一方面会大大减少当年净利润，另一方面也会使得以后年度同样需要列支这笔成本而相应减少利润。

所以他说，他和查理·芒格今后在进行购并企业时，会尽量避开那些具有高额退休金负债的投资对象。不过他语调轻松地说，伯克希尔公司目前（1992年）虽然拥有2.2万名员工，可是在退休金发放方面的问题“还不严重”。其实岂止是“不严重”，实际上当时伯克希尔公司的效益好得很。请别忘了，巴菲特第一次登上“全球首富”宝座就是在1993年，而从此以后的每一年，他不是全球“首富”就是“次富”。

不过，巴菲特当时特别指出这一点是有话要说的。要知道，他曾经在1982年就差一点犯下这样一个错误。那时他曾有意买下一家公司，而该公司就有沉重的退休金负债，所幸的是后来由于某项不可控因素的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现，这项收购被取消了。巴菲特眼睁睁看到的是，当时另外一家企业买下这家公司后，没多久就走向倒闭，该公司几千名员工的大笔退休金承诺全部无法实现。

巴菲特深有感触地说，这种由于会计准则变动所导致的业绩影响，恐怕没有一家公司总裁会想到。他说，甚至最近几十年来都没有一家公司总裁会想到，有一天他必须向董事会提出这种没有上限的退休金计划。因为无论谁都知道，人的预期寿命越来越长，由此带来的退休金费用支出会把一家公司拖垮。但即使如此，许多公司总裁还是必须闭着眼睛这样做，最终甚至导致投资者（股东）的投入血本无归。

容易看出，当时的美国企业还没有实行企业退休员工养老金社会统筹办法，每个企业的退休金支出都是自行负担的。当然，当时的中国企业也是如此。而现在，企业员工的退休金实现了社会统筹，这样每个企业虽然都必然会有一笔养老金统筹费用支出，但都是按照规定比例交纳的，也就不可能没有“上限”了。

所以巴菲特说，在他看来，没有上限的高额退休金就是没有上限的企业负债，严重的话会危及一些美国大企业在全球的竞争力。而之所以会出现这样的情形，原因之一就在于会计准则并没有要求企业把这种潜在的退休金负债反映在会计账面上，相反，会计原则却允许采用现金基础制，这就大大低估了这种负债的严重性。

巴菲特的意思是说，这样的会计准则是有问题的。问题主要是没有规定企业把这种退休金负债按比例预先提出来，而是允许按实际发生额现收现付（这就是巴菲特所说的现金基础制），这样就会在不同企业之间造成退休金负债方面的苦乐不均——毫无疑问，一些退休员工比例较大的老企业，在这方面的负担就很重；相反那些历史不长的新企业，他们根本就没有退休员工，这方面的负担就很轻甚至根本就没有。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注同期会计准则有没有改变。因为会计准则的变化很可能会直接调节当年和今后年度的经营业绩，而且调节幅度还可能会很大。为此，投资者最好要懂一些会计知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计准则变动影响税务负担

第一个负面因素是由于一般公认会计原则变动所造成的，主要与账上依照市价计算的未实现增值利益所估列的所得税有关。原来规定税率必须按照涨价所发生时点来计算，因此在1992年底，我们的未实现利益有64亿美元，是按照34%计算，其余12亿则按28%的税率计算；而新的规定则改成全部依照现行税率计算，故1993年第一季所适用的税率则为34%，包含1987年以前的未实现利益在内全部适用，此举将使得我们的净值因此减少7000万美元。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注当年计税依据和税率是否发生了变化。毫无疑问，计税依据和税率变化必将导致经营业绩发生变化，这会帮助投资者了解企业实际经营和长期业绩的变化轨迹。

巴菲特在伯克希尔公司1993年年报致股东的一封信中说，原来规定必须按照股价上涨后的时点来计算税率，所以1992年末伯克希尔公司76亿美元的未实现利润中，有64亿美元需要按照34%的所得税税率进行计算，其余的12亿美元利润则按照28%的所得税税率计算。

由于1993年开始实行的新的会计准则规定，全部未实现利润都要按照现行税率计算，这样1993年第一季度伯克希尔公司的适用税率就变成了34%，其中包括1987年以前的未实现利润在内。这样一来，当年伯克希尔公司的净利润就减少了7000万美元。

与此同时，由于从1993年开始税率提高到了35%，这样就必须在账面上对未实现利润比原来多提1%的税负，这样一来，伯克希尔公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的净利润就又减少了7500万美元。

需要指出的是，一般公认的会计准则都是要求这两项变动列入损益表的，可是殊不知，这些未实现利润因为尚未交易变现，从来没有计算在利润之中过，所以过去都是直接增加股票净值的。

巴菲特的意思是说，这项会计准则在未实现利润因为税率发生改变而直接调节利润方面有点说不通——原来并没有计算在利润内，而现在却要直接增减利润，不是有些滑稽吗？

应该说，巴菲特的这一质疑是有道理的。同样的情形还往往发生在资产折旧、变现中，这也是需要投资者注意的。例如有些企业当经营状况不好时就会变卖固定资产，把变卖收入充作利润，就是如此。

巴菲特说，由于这种会计准则的变动，伯克希尔公司在计算递延所得税时需要在其他地方进行修正。今后当税率发生任何变动时，伯克希尔公司的递延所得税负债和净值都会需要立刻调整，这个数额是很大的。不过更重要的是，伯克希尔公司更关注今后在出售证券、实现增值利益时所适用的税率是多少。因为对于伯克希尔公司这样的长期投资者来说，今后的税率还可能会进行调整，并不一定是现在这样子。

除了股票交易情形外，由于伯克希尔公司还有大量的购并企业案，所以围绕企业购并所发生的会计准则及其税率变动，对伯克希尔公司税务负担和业绩所造成的影响或许更大。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，宝洁公司和吉列公司的购并案在2005年第四季度结束了，随之而来的是要求伯克希尔公司账面上提列50亿美元的税前收益。从经济角度看，美国公认会计准则规定的这种会计分录没有任何意义。

所以他提醒投资者（股东）注意，在阅读伯克希尔公司2005年财务年报时，实际上要在当年经营业绩中扣除这50亿美元收入来对待。他的理由是，在这两家公司合并之前，伯克希尔公司从来就没有打算卖出吉列公司股票；而在两家公司合并之后，伯克希尔公司也不打算卖出宝洁公司的股票。换句话说，这次合并不会导致伯克希尔公司交纳任何税费，所以这种提列是“多此一举”。

巴菲特回顾说，在资产配置过程中无论怎样夸大公司首席执行官的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用都不为过。他说，在2001年吉姆·基尔茨（Jim Kilts）进入吉列公司之前，该公司就发生了一项严重错误——吉列公司在收购金霸王电池公司时让股东们多支付了几十亿美元的代价，要命的是，这些代价在传统的会计核算上根本没有任何反映。

巴菲特的意思是说，投资者在阅读财务年报时根本就看不到还有这样的巨额损失。而这在公司管理层和投资银行家讨论企业购并问题时，又总是被“忽略”的。所以，如果不是仔细推敲财务报表，很可能会对这些损失一无所知并永远被蒙在鼓里。

除此以外，伯克希尔公司也会从会计准则的规定中受益。

巴菲特在伯克希尔公司1989年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司除了财务年报上的利润外，实际上还根据会计准则的规定有一大部分利润没有反映在财务年报上。

例如，当年伯克希尔公司从5家主要投资对象身上收到的税后股利现金是0.45亿美元，而实际上如果按照投资比例计算，可以从它们身上收到2.12亿美元的税后现金。这还不包括伯克希尔公司在政府雇员保险公司、可口可乐公司身上应该得到的获利。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注当年该公司的税务负担是否发生了变化。很显然，纳税额和经营业绩是一种此涨彼消的关系。会计准则的变动和税率调整，会直接影响企业当期和以后的业绩。

扣除认股权因素的影响

事实上，会计原则给予公司经理人一个相当弹性的空间，若你以这种形式给予员工报酬，就必须计入成本，但若你以另一种形式给予员工报酬，就不必计入成本，也难怪员工认股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经到了过度泛滥的地步。一面倒地采用这种方式使得公司的股东权益大大受损。虽然我承认选择权若能够好好地规划，有时候可以成为一种补偿措施，同时是激励高阶经理人的好方法。只是大部分的时候他们通常过于慷慨，严重损及原有股东利益，并不适合作为一项好的激励工具。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在认股权方面是怎样规定的。在他看来，经营管理层的认股权措施有可能会严重损害原有股东利益，所以作为投资者的股东来说，很有必要关注这个问题。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，事实上，会计准则给了公司经理人一个相当大的弹性空间，这就是如果你以某种形式给员工劳动报酬就必须进入成本，而以另一种形式给员工劳动报酬就不需要进入成本。这就难怪员工的认股权会到过度泛滥的地步了。不用说，如果这些措施采用不当，就会一面倒地使得公司股东权益大大受损。所以巴菲特认为，认股权这个措施如果能好好规划、利用，确实可以成为一种补充措施，同时激励高级管理层；只是在大多数时候公司管理层都过于大方，这样就严重损害了原有股东利益，这时候就不适合作为一种好的激励工具了。

容易看出，在巴菲特的眼里认股权是一把双刃剑，运用得好能起到积极作用，运用得不好反而会损害股东利益。正因如此，投资者（股东）就必须关注该公司有没有采用认股权措施以及是如何采用的。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，1997 年伯克希尔公司和通用再保险公司之间的购并案，就其实反映了会计准则一直以来存在的一个重大瑕疵。眼尖的股东在阅读合并后的相关文件时会发现其中有一些不寻常项目，例如其中一项有关薪资酬劳费用的数据就因为合并而增加了 6300 万美元。

这是为什么呢？巴菲特说，这并不是因为通用再保险公司的会计政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策有什么问题，因为该公司过去也一直是严格按照会计准则办事的。真正的原因在于，伯克希尔公司在购并时要求通用再保险公司把原来发给员工的认股权全部以现金加以取代。这样，在此以前该公司的经营管理层的自身权益，是和公司股票紧密挂钩的；而在此以后，他们领到的报酬则要完全看各部门的经营业绩了。

容易看出，巴菲特的这一招非常高明。因为在购并以前，员工领到的奖励是认股权。这种情况下股价上涨幅度越大，这些员工所得到的实际报酬就越多。而现在巴菲特取消了这一做法，改发现金，这样就割断了企业员工尤其是公司管理层的权益和股价涨跌之间的联系，加强了公司经营业绩之间的关系。公司业绩好，他们所得到的现金奖励就多；公司业绩很差，现金都发不出来了，他们还用什么来发放奖金呢？当然从总体上看，这两种方式所得到的报酬标准应该是相同的。

不过随之而来的是，这种认股权的改变虽然在标准上大抵相同，可是根据会计准则规定，对公司业绩的影响程度则是不一样的。例如，会计准则规定在计算公司业绩时，基本上是忽略认股权成本的。虽然这种认股权成本已经对公司构成了庞大的成本负担，可是只要这种认股权没有加以兑现，就不会构成实际的成本支出；而现在把认股权奖励改成现金奖励就不同了，一旦向员工发放现金奖励，就必须马上列入成本，从而减少公司盈利在账面上的反映。

应该说，上述做法历来如此，并没有人提出异议，出现在会计准则中大家觉得司空见惯。可是巴菲特认为，这样的会计准则实在“太离谱”。他举例说，如果伯克希尔公司当年投入1.9亿美元在政府雇员保险公司的汽车保险广告上，支付的是现金，马上就会列入成本费用；可是如果支付的不是现金而是等值的伯克希尔公司股票选择权，就不用在成本费用中列支，让人感觉实际上“没有花一毛钱”。可是，难道它不应该反映在伯克希尔公司的会计账簿上吗？

应该说，通过巴菲特列举的这样一个简单例子，即使不具备基本会计知识的读者也能从中看出问题来了。

巴菲特说，类似于这种会计师没有发现的成本就可以代表不存在，他和查理·芒格实在难以接受。他一针见血地质问道：“如果选择权不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算是一种报酬的话，那它又算是什么？而如果给予员工的报酬不算是一种费用的话，那它又算是什么？如果费用不必列入损益表计算盈余的话，那么又应该把它们摆到哪里去呢？”

所以巴菲特提醒大家说，伯克希尔公司在购并一家企业时，如果发现这家企业发行了认股权，那么首先会把这家公司的获利能力向下调整。也就是说，要在扣除了该公司对外发行这些认股权的对价后，才能真正看到该公司具有多大的获利能力，以此来考核公司业绩。然后，在购并这家企业后，立刻把相应成本反映在会计账簿上。而在这个过程中，发行给员工的认股权有时候会被没收从而改成现金发放，但这样做的最终结果，会把股东权益受损害的程度减少到最小。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司内部员工是不是拥有认股权，如果是，在考察公司业绩时就要剔除这一因素。要注意的是，公司对外公开发行的选择权除外，因为这两者是不同的。

有没有控股权大不一样

后附财务报表所反映的账面盈余一般已将我们持股超过20%的股权投资依持股比例认列其损益，然而低于20%的股权投资却只能认列实际收到的现金股利，至于未发放的盈余则完全不列入计算。所以我们比较认同将所有未分配盈余皆计入而不管持股比例的经济盈余概念。我们认为，一家公司其所赚得的盈余对股东的价值在于，公司是否将其运用于有效的用途之上，而非分配与否或是持股比例。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司旗下子公司中哪些拥有控股权，哪些不拥有控股权。因为根据会计准则规定，是否拥有控股权在会计核算和会计报表汇总方面的规定是不一样的，会直接影响经营业绩，甚至影响程度还非常大，所以不得不对此加以高度重视。

巴菲特在伯克希尔公司 1982 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司财务年报中所反映的账面利润中，根据会计准则规定，一般已经把伯克希尔公司持股超过 20% 的股权投资按照持股比例列入了损益；而持股比例不到 20% 的股权投资，只包括实际收到的现金股利分红在内，其余没有发放的利润分配则完全不在里面。

巴菲特说，他个人对这种规定是不大认同的。他认为，无论持股比例多少，所有未分配利润都应该全部纳入伯克希尔公司账簿核算，这就是“经济盈余”的概念。之所以这样说，是因为一家公司赚得的利润对股东来说，它的价值不在于持股比例高低，也不在于有没有分配，而在于能否运用到更有效的投资项目上去。

就拿伯克希尔公司来说，投资者（股东）哪怕只拥有伯克希尔公司万分之一的股权（巴菲特的意思是说，这个比例远远不到 20% 的标准），伯克希尔公司在过去的十几年里一直没有进行过利润分配，那么这时候无论你采用什么样的会计准则来核算，你都能同样感受到公司利润是在实际增长的。同样的道理，如果你 100% 拥有某家资本密集型企业，即使每年都能全部列收列支该公司损益，可是该公司并没有任何实质性的经营业绩，你照样一无所有。

他说，他这并不是批评会计准则，而事实上他也没有能力另外建立一套会计准则。他这样说的意思，仅仅是要告诉公司管理层和普通投资者，会计数字只是评价一个企业的起点而不是终点。在大多数上市公司里，20% 的股权比例可能并不是很大，所以这种由于会计准则硬性规定所造成的未分配利润是否全部纳入总公司损益表的差异还不大，可是对于伯克希尔公司这样更关心被投资公司重要性和成长性的企业来说，情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况就不同了。

巴菲特说，上述20%股权投资的硬性规定一般来说是这样，但也有少数例外。他举例说，当年伯克希尔公司持有政府雇员保险公司的股权比例高达35%（众所周知，伯克希尔公司是1995年完全控股政府雇员保险公司的），可是由于已经把这些投票权委托出去了，所以1982年伯克希尔公司仍然只能采用成本法列收实际收到的现金股利350万美元，另外的2300万美元未分配利润则不能反映在伯克希尔公司年报上。

请特别注意，这2300万美元绝对不是一个小数字，要知道，当年伯克希尔公司财务年报上的全年营业利润还只有3100万美元！更不用说，当年伯克希尔公司不具有控股权的4个主要股权项目中，另有一家雷诺兹烟草公司（R. J. Reynolds），仅仅这家公司应该分配却没有分配给伯克希尔公司的利润就超过4000万美元。而当年这4个主要股权投资项目分配给伯克希尔公司的现金总额一共是1400万美元。

巴菲特说，当年政府雇员保险公司分配给伯克希尔公司的利润是350万美元，哪怕再多分配100万美元，伯克希尔公司年报上的经营业绩也会更好看一些，可是这100万美元究竟反映在伯克希尔还是政府雇员保险公司年报上，对伯克希尔公司来说又有什么实质区别呢？不用说，如果投资者（股东）仅仅阅读伯克希尔公司的财务年报，却又对这种内在关系完全不了解，就会产生误判。

例如，伯克希尔公司1982年财务年报上反映的数据表明，股东权益报酬率（依原始成本计算）为9.8%，比1979年的15.2%有较大幅度下滑，更不用说与1978年的19.4%最高点相比了。而实际上呢，这并不能完全说明伯克希尔公司的经营业绩在下跌，其中就有控股权比例调整所导致的核算因素在内。

巴菲特分析说，伯克希尔公司1982年的经营业绩下降有三大原因，除了保险业务经营业绩大幅度下滑外还有两条原因：一是伯克希尔公司的股权资本大幅度扩张，然而伯克希尔公司拥有控股权的投资对象业绩并没有得到同步增长，所以反映在伯克希尔公司财务年报上的这部分数据增长不快；二是伯克希尔公司这几年来的投资对象主要是不具备控股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权的项目，所以按照会计准则规定，虽然这些项目都在盈利并且盈利还不少，可是只要不分配，这些业绩就不能反映在伯克希尔公司账面上，换句话说，这些就好像是养在外面的“私生子”。

据此巴菲特认为，衡量一家上市公司某年度经营绩效的最佳办法，应当包括被投资对象的营业利润按照股权资本比率分摊，然后进行适当调整，这是颇有见地的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注由于控股权的规定暂时不能反映在本公司年报上的经营业绩。俗话说“树枝大于树身”。有时候，没有分配的利润数额反而会比账面上反映的业绩高出好几倍。

关注注册会计师保留意见

近年来太多的经理人在公司的营运数字上动手脚，不管是会计账上或是营运统计皆是如此。表面上虽然完全合法，但实际上却严重误导投资人。在通常情况下，会计师都相当清楚这些欺骗手法，但偏偏他们选择保持沉默，所以审计委员会最主要的职责就是让会计师吐露他们所知道的事实。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注注册会计师的保留意见。出现在财务年报上的数据究竟有没有水分、有多大水分，负责这家上市公司审计的注册会计师实际上比较清楚，关键就看它们说不说了。注册会计师保留意见，就是表达他们看法的地方。

巴菲特在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，近年来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有太多的公司管理层在财务数据上动手脚，无论是会计账簿还是营运统计上都是这样。虽然根据会计准则，企业财务在具体核算上有一定的灵活性，表面上看这些做法完全合法，但实际上很容易误导投资者（股东）。在通常情况下，负责这家上市公司审计的注册会计师都相当清楚这些欺骗手段，但偏偏他们采取的是沉默态度。所以，上市公司审计委员会最主要的职责，就是让这些注册会计师吐露他们所知道的事实。

在这里，巴菲特表面上是说给审计委员会听的，实际上对于投资者来说却有一个可以借鉴的地方，那就是打听这些注册会计师究竟吐露了什么样的“事实”。而这些，就可以在他们的保留意见中加以了解。

巴菲特说，上市公司的审计委员会并没有能力进行财务数据稽核，在上市公司外部聘请的注册会计师却有能力做到这一点，有能力判断公司管理层提出的盈利报告是否真实可靠。既然这样，审计委员会在聘请注册会计师时就必须考察他们是否有勇气冒犯公司管理层，并且明确告诉他们，如果不把自己所发现或怀疑的事实说出来，将来必须承担连带责任，其中包括必须附带大笔金钱赔偿。

巴菲特说，遗憾的是，这些年来注册会计师的做法恰恰相反，他们往往把上市公司的首席执行官而不是董事、股东当做客户。因为他们很清楚，无论这家公司财务年报上的数据是否真实可信，只要该公司首席执行官和首席财务官能够保证支付他们的顾问费用，并且决定明年继续聘用他们就行了。

巴菲特说，他认为审计委员会可以通过向注册会计师询问以下四个问题，并且记录下来向股东报告来达到目的：一是如果由你们（注册会计师，下同）独立编制财务年报，结果会不会和现在的年报相同？有哪些不同？二是你们是否收到了有关该公司财务经营状况的所有必要信息？三是如果你们是该公司首席执行官，是否认为本公司已经遵循了必要的内部稽核程序？如果没有，表现在哪里？原因是什么？四是你们是否知道公司管理层任何有可能隐匿收入和挪用费用的行为？

无论如何，千万别低估了注册会计师在了解企业内幕以及他们所作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出保留意见的重要性。当然，如果注册会计师在这方面违背原则、为企业财务数据造假大开方便之门，又是另一回事了。全球注册会计师事务所中的金字招牌安达信会计师事务所，最终轰然倒塌，就证明一个简单道理：玩火必自焚。所以投资者总体上还是应该相信注册会计师的意见，至少能从中借助于专业力量帮助自己发现一些端倪。

提到这里，巴菲特特别给阅读财务年报的投资者以下三个建议：

一是要特别注意会计账务有问题的公司。如果一家上市企业迟迟不肯把认股权成本列为费用，或者把退休金、折旧提列得过于乐观，那么很可能表明该公司经营业绩不佳。更要命的是，如果出现这样的问题很可能会表明该公司存在的问题有一连串，用巴菲特的话来说就是，如果你看到一只蟑螂，那么厨房里绝对不可能只有这一只蟑螂。

巴菲特在这里特别提到了折旧费用的提取。有的上市公司因为提取折旧并不需要影响现金流出，所以就把提取折旧看得比较轻率。巴菲特指出，这种观点是非常错误的。提取折旧确实不影响现金流出，可是它在购置固定资产时就一次性支付掉了。就好像你一次性预付给某个员工 10 年的工资，在接下来的 9 年中都把他每年的工资费用当做不是现金支出一样的错误。这在会计核算上，其实是一种预付费用的减项。

二是要特别注意财务年报附注中的叙述是否复杂难懂。如果复杂难懂，则通常表示注册会计师和公司管理层不愿意说清事实真相——非不能也，是不为也。换句话说，这能轻而易举地表明该公司管理层不值得注册会计师信赖，当然也就不值得投资者（股东）信赖了。

三是要特别注意那些夸大公司未来业绩和成长性的股票。一方面这是因为这些公司目前业绩不行，所以只能寄希望于“未来”；另一方面是因为，任何企业的“未来”发展都充满不确定性，不可能像你预测的那样一帆风顺、准确无误。

巴菲特一再强调，他和查理·芒格不要说不知道明年伯克希尔公司旗下的那些子公司能赚多少钱，甚至不知道下个季度能赚多少钱。正因如此，他们特别怀疑那些“善于”预测未来的人。要知道，一旦将来这样的目标达不到就会促使他们去造假，以假数据欺骗投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要特别关注报表附注。大多数投资者并不具备高深的会计知识，但可以借助注册会计师的专业力量来判断该公司财务年报数据是否真实，从而对内在价值作出正确判断。

会计准则变动的相关注释

更复杂的是许多管理阶层不把一般公认会计原则当作应该达到的标准，而是应该要克服的阻碍，且大多数会计师也心甘情愿给予协助。当客户问到二加二等于几时，配合的会计师可能会回答："那要看你想要多少？"即使是诚实且正直的管理阶层有时也会超越一般公认会计原则，以使得报表数字更符合他们认为应该有的表现，不管是让损益平滑一点或是某个季度特别突出，都是还算正直的经营阶层经常运用的做账技巧。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注本年度会计准则是否发生变动的相关说明。道理很简单，会计准则的变动会在核算方法、税务负担、经营业绩等方面影响财务年报的阅读和使用。

巴菲特在伯克希尔公司 1988 年年报致股东的一封信中说，在大多数情况下，简单的财务数据并不能说明什么问题。尤其是对伯克希尔公司这样由许多不同产业集团组成的大企业来说，一套简单的规则更不能有效解释企业实际经营。更不用说，许多经营管理层并不把一般公认的会计准则当作是应该达到的标准，相反却把会计准则看做是要克服的阻碍。

巴菲特接着说，大多数注册会计师会心甘情愿地在这方面给予协

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助。比如当客户问注册会计师“二加二等于几”时，心领神会的注册会计师可能会这样回答：“那要看你想要什么结果?”即使那些诚实的公司管理层，有时候也会突破会计准则规定，以便使得出现在财务年报上的数据更符合他们的设想。无论是利润增长下降得缓和一点还是让某个季度的数据特别突出一点，这些都是他们经常使用的做账技巧。

巴菲特的意思是说，在会计准则允许的范围内，如果该公司这样做账已经算是好的了。

本书要告诉读者的是：根据会计准则规定，对同一会计事项可以有不同的处理方式，如折旧率等有关比例的调整，就是如此。但会计准则规定，如果不是遇到公司重组等特殊情况，一般规定一年只能调整一次，并且必须在年初进行，国内外都是如此。这就意味着有些上市公司在这方面的会计处理方法每年都可能不一样，投资者（股东）只有明白了这个道理，才能更好地阅读、使用财务年报。而要做到这一点，就可以从会计核算方法的变动说明中加以了解。

巴菲特在伯克希尔公司 1988 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的财务核算从 1988 年开始有一项重要会计准则变动，展望 1990 年还将有一项会计准则变动，在经济状况没有改变的背景下，会计准则的变动必定会造成财务数据发生相应变动，所以非常有必要花一番功夫讨论一下它的影响力。

不用说，巴菲特作为公司首席执行官必然知道这些变动和结果，可是对于普通投资者来说却无力做到这一点。有鉴于此，在阅读财务年报时就非常有必要关注一下有关会计准则是否有改变的补充说明，这是一条比较省力却又比较重要的途径。

他说，会计准则虽然有先天性缺陷，可是却不能废除。对于公司首席执行官来说，完全可以把公认会计准则当作是对股东、债权人尽到告知义务的开始；如果上市公司只能提供财务年报，却没有附加有关经营分析所必需的关键信息，那么部门经理人会觉得使用这份报表有很多难处，公司股东也会觉得有许多不便。

为什么这样说呢？巴菲特认为，财务报表使用者真正需要的信息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了一般公认会计准则、非一般公认会计准则外，还有这样三个问题：一是这家公司的内在价值是多少？二是这家公司将来要实现目标的可能性有多大？三是在现有条件下该公司经营管理层的表现如何？

不用说，如果缺少了对会计准则变动的了解，投资者在这方面的判断力就会大打折扣，甚至误入歧途。

他以伯克希尔公司为例加以说明。他说，1988 年会计准则发生重大转变前，互助储贷公司和斯科特·费策公司只要把各项指标按照投资比例显示在伯克希尔公司合并后的资产负债表上就行了，而现在则需要把它们的资产、负债、收入、费用全部合并在伯克希尔公司财务年报上。可是这样一来，对于企业形态非常复杂的伯克希尔公司来说，就什么问题也说明不了。至少，投资者如果想要了解上述三个问题，是一点帮助也没有的。

怎么办呢？财务年报既要符合会计准则规定，又要便于内部管理分析，所以伯克希尔公司只好另外制作一套财务年报，在公司内部进行部门分类。与此同时，在财务年报中公布更多的补充信息，来帮助投资者衡量伯克希尔公司的内在价值，以及考察伯克希尔公司管理层的具体表现、伯克希尔公司把责任转移给债权人的能力。

巴菲特特别强调，可以请大家放心的是，无论投资者阅读伯克希尔公司的哪一份财务年报，都一定会符合公认会计准则的。只不过为了避免把更多数字混在一起不利于分析，才会根据业务性质而不是公司名称汇总财务数据的。

巴菲特预言：只要投资者包括那些专业投资机构迷信公司业绩会稳定向上攀升，那么他就可以百分之百地确定，一定会有公司管理层及其拥护者不顾现实，继续滥用会计准则来满足投资者需求，这是多年来会计造假的原因之一。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注当年会计准则变动所作的附加说明，这会有助于了解当年会计核算方法变动造成的各种影响因素，有助于判断企业内在价值、考察管理层的业务能力和真实业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看财务年报叙述是否坦诚

就像我去年曾经提到的，我希望我们的透视盈余每年都能够成长15%，在1990年我们确实大幅超越这个比率，但1991年结果却差很多。我们在吉列的可转换特别股投资已经被赎回，我们将在4月1日把它们转为普通股投资。虽然这将会使得我们每年的账面盈余减少3500万美元，透视盈余也会跟着减少，另外我们在媒体事业的直接与透视盈余也可能下滑，但不论如何，我们每年还是会向大家报告透视盈余的计算结果。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注文字叙述是否坦诚。财务年报就像人说话一样，语气平和、语调坚定，能够在一定程度上反映他所说的内容真实可信；相反，说话结结巴巴、赌誓罚咒，则多少表明这种结果的可信度较低。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，他希望伯克希尔公司的透视盈余每年能到达15%以上，1990年的结果确实大幅度超过这个比率，可是1991年却差了许多。究其原因是，伯克希尔公司在吉列公司的可转特别股投资已经被赎回成普通股，这样每年账面上的利润就会减少3500万美元，透视盈余也会跟着减少。除此以外，伯克希尔公司在媒体业务方面的直接与透视盈余也有下滑。不过无论如何，他都会每年向股东报告伯克希尔公司透视盈余的计算结果。

关于透视盈余概念，本书前面已有介绍。在这里读者看到的是，巴菲特并不是有了成绩就高声宣扬、业绩下滑了就闭口不谈的那种人。他每年对伯克希尔公司财务年报的叙述非常坦诚，也非常实事求是，这在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司中是不多见的。

巴菲特为什么能做到这一点呢？原因有两条：首先是因为他这个人非常实在，在叙述业绩时不但不评功摆好，甚至有些保守。这颇有一些中国人过去常听到的说法："成绩不说跑不掉，缺点不说改不掉。"次要原因是，巴菲特既是伯克希尔公司首席执行官，又是该公司大股东，即使伯克希尔公司的经营业绩再差也无法撼动他的首席执行官地位，所以他不怕暴露自己的真实想法，不怕曝光伯克希尔公司的真实业绩。

巴菲特历来敬重那些全面、真实、坦诚披露财务状况的公司管理层，敬重那些不利用会计准则隐瞒、包装经营业绩的公司管理层。所以你容易看到，伯克希尔公司旗下那些子公司的经营管理层，也大多具有这种优秀品质，可谓"不是一家人，不进一家门"。

例如，可口可乐公司每年的财务年报和伯克希尔公司一样，一开始就是回顾公司财务状况以及公司管理层对企业未来发展目标的描述。毫无疑问，公司的经营目标是股权价值最大化，而公司战略则是强调企业在今后相当长的一个时期中现金流的最大化。为此，可口可乐公司采取的措施是，集中投资高收益的软饮料企业，不断降低资本成本。正是因为方向明确，并且紧紧抓住这个根本，才使得该公司现金流的增长、权益资本收益率的提高非常令人惊喜。

可口可乐公司董事长罗伯特·郭思达（Robert Goizueta）1981 年一上任，就在全公司 50 位高层领导举行的酒会上要求大家："告诉我，我们到底错在哪里，我想知道问题并马上解决它。我要求各位开诚布公、直言不讳。"

他说这番话的背景是，在此以前的 10 年里，可口可乐公司给投资者的总回报率平均每年不到 1%，1980 年可口可乐公司的股票市值只有 40 亿美元。而在罗伯特·郭思达上任后，年平均回报率高达 30%。1993 年可口可乐公司的股票市值已经高达 560 亿美元，成为美国市场价值排名第 6 的上市企业。

那么，罗伯特·郭思达取得这样的优秀成绩和实事求是的工作态度是不是有关呢？答案是肯定的。他上任之初，就把可口可乐公司原来复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杂多样的业务如酒、咖啡、茶、工业水处理、娱乐业等一项一项清理出售，集中精力搞单一的软饮料业务，脚步更踏实了，目标更明确了，主业更突出了。特别指出的是，这也是可口可乐公司100多年历史上财务和经营透明度最高的时期。

不过在巴菲特眼里，大多数上市公司的财务年报数据都有虚假，只是程度不同而已。表现在他们的态度上，报告业绩时乐观有余，指出问题时坦诚不足。他说，当透视盈余由一伙骗子所主导时，这些数据就可能会像油灰一样脆弱。当然，到最后一定会真相大白的，不过到那时候就可能已经有一大笔财富换手了。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，至于伯克希尔公司的经营业绩在某些重要方面也是会有误导作用的。不过他在这里提到的“误导”，实际上是反话正说。

他说，这主要表现在伯克希尔公司的被投资对象的实际盈利，要远远高于发放的股利；而反映在伯克希尔公司账面上的盈利，则仅限于这些已经发放的股利收入。例如，根据17%的持股比例，伯克希尔公司1990年从资本城/美国广播公司身上分到的利润是8300万美元，可是根据会计准则规定，反映在伯克希尔公司财务年报上的数字却只有53万美元（60万美元的股利收入扣除7万美元税金），就是这种误导。

从中容易看出，投资者阅读财务年报时不但要关注语气是否坦诚，而且还要关注这些数据是否“过于谦虚”了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注文字叙述是否坦诚。有时候“察言观色”是考察财务数据可信度的途径之一。虽然真的假不了假的真不了，但财富换手后再去的那种亡羊补牢要及早避免。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账务调整并不影响内在价值

表格显示的是伯克希尔账列盈余的主要来源。大家或许已经发现，2002 年的购买法会计调整数大幅减少，其原因在于一般公认会计原则已经过修正，不再要求商誉必须摊销。此举将使得我们的账面盈余增加，只是这对实质的经济盈余一点影响也没有。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注账务调整导致的业绩变动，但同时必须指出，这种账务调整并不影响该公司的内在价值。

巴菲特在伯克希尔公司 2002 年年报致股东的一封信中说，当年由于会计准则已经经过调整，不再要求摊销商誉，所以大家或许已发现，当年伯克希尔公司财务年报中所反映的账面利润有所增加。只不过，这对伯克希尔公司的内在价值一点影响也没有。

正如巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中所说，伯克希尔公司拥有美中能源控股公司 80.5% 的股权。可是由于 2005 年 8 月 8 日美国公用事业控股公司法（PUHCA）被废止，所以使得伯克希尔公司可以在 2006 年 1 月 9 日把它所持有的美中能源控股公司的优先股转换为普通股，从而彻底摆脱公用事业控股公司法的束缚。

众所周知，优先股和普通股的最大区别在于后者拥有投票权。所以这样一来，伯克希尔公司至此就同时拥有了美中能源控股公司 83.4% 的普通股和投票权；同时，在会计核算和税制方面就可以合并这家公司的财务年报了。

巴菲特特别指出，阅读财务年报时不要只看到 83.4% 的比例，实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际上由于已经发行的期权肯定会在未来几年中得到实行，从而稀释伯克希尔公司的持股比例。总体上从内在价值看，伯克希尔公司的持股比例仍然可以看做是原来的80.5%。

换句话说，这种由于法律变动而导致的会计、税务核算方法的改变，并不会影响伯克希尔公司在美中能源控股公司这块业务上的内在价值。与此同时，美中能源控股公司的投资人仍然是4个方面，并且股权结构也不会有任何变化。

所以，读者在阅读2005年伯克希尔公司财务年报时会发现，其中有两份资产负债表，一份是不包括美中能源控股公司在内的数据，另一份反映了伯克希尔公司把美中能源控股公司优先股转为普通股的数据。由于这一法律的变动，伯克希尔公司今后的所有财务年报中都会包括美中能源控股公司的财务数据在内。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司完全控股政府雇员保险公司后发生的会计核算变化，以及伯克希尔公司B类股票的发行，同样能证明内在价值不变这一点。

他说，伯克希尔公司从1996年5月开始发行一种新的股票类型，这就是伯克希尔公司B类股票，这样原来发行在外的股票就称之为A类股票。B类股票拥有A类股票三十分之一的权利。从此以后，巴菲特在伯克希尔公司财务年报中提到相关数据时，都会把B类股票按照三十分之一的比例折算成A类股票计算。但显而易见，这两种股票并存，并不影响伯克希尔公司的内在价值。

再提1996年1月2日伯克希尔公司100%拥有政府雇员保险公司的事，这同样不会影响到伯克希尔公司的内在价值。

1995年，伯克希尔公司拥有政府雇员保险公司的比例是51%。当年年末，伯克希尔公司继续收购了另外49%的股权，从而完全控股该公司。这样反映在会计核算上，就必须把1995年的财务年报进行重编。根据会计准则规定，在重新编制这份报表时，应该首先冲减伯克希尔公司账面上51%的股权成本，即减少4.784亿美元。不用说，这51%的股权成本是历史成本，所以它大大低于新购49%股权成本的市场价格，当然也大大低于后来持有这49%的股权的账面价值了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体来看，虽然伯克希尔公司1996年采取了几项大动作：一是在当年5月溢价发行B类股票；二是在当年12月发行A类股票和B类股票的普通股用于收购国际飞安公司；第三当然就是收购国际飞安公司了。可是要知道，以上三项非营业项目在会计处理上对伯克希尔公司当年每股净值的影响率还不到1%。

巴菲特的意思是说，这些仅仅由于会计准则、会计政策变动所导致的账务调整，虽然会影响报表阅读者看到的企业经营业绩，却不会对该股票内在价值造成多大影响。换句话说，这1%的影响率完全可以忽略不计。

不过本书需要补充巴菲特遗漏了的一点，那就是：如果由于会计准则的变动导致企业纳税负担增加，最终是会影响企业内在价值的。道理很简单，企业的税务负担和经营业绩是此涨彼消的关系，纳税负担增加了，企业留在账面上的利润也就相应减少了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时当然要关注由于会计准则、会计政策变动所导致的经营业绩变化，可是如果这种变化没有明显增加税务负担，那就仅仅属于“账务调整”，不会直接影响其内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

会计政策令人费解的地方

企业购并案的会计处理

再一次，我要对会计原则发表一些看法，这次是有关购并案的会计应用。到目前为止，这也是一项争议性相当高的议题，在所有事件尘埃落定以前，甚至连国会议员都有可能会介入干涉（这听起来令人感到不寒而栗）。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注企业购并案的会计处理。因为这种处理即使按照会计准则来进行，也是有许多争议的。

巴菲特在伯克希尔公司1999年年报致股东的一封信中说："在这里我要再一次对会计准则发表一些看法。到目前为止，有关购并案的会计处理是一项争议相当大的议题，在所有事情最终结果出来以前，甚至连美国国会议员都可能会介入，可见事情非同小可。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，为什么会这样说呢？巴菲特进一步阐述道：根据公认会计准则规定，当一家公司被购并时可以采取两种截然不同的处理方法，一是购买法，二是权益合并法。在采用购买法时，购买方支付的可以是现金也可以是股票，可是在采用权益合并法时只能用股票来进行交换。

巴菲特说，从美国实际情况看，公司管理层通常都喜欢采用权益合并法。究其原因在于，如果采用购买法核算，大多数情况下会计账簿上都会出现一笔“商誉”，而这笔“商誉”以后每年都要进行摊销，并且摊销年限还很长。

例如美国会计准则规定，商誉的摊销年限不能超过 40 年，但也不能低于 20 年。而我国过去的会计准则规定，商誉属于无形资产，摊销年限一律是 10 年；2007 年颁布的新会计准则规定，商誉只能出现在企业购并案中，并且不再属于无形资产，所以不再需要进行每年摊销，但每年至少要根据公允价值法进行一次减值测试。

显而易见，无论是直线摊销还是减值测试，“商誉”会计科目的存在必然会每年吞噬掉一笔利润，这是公司管理层不愿意看到的。他们实在不愿意自己辛辛苦苦打下的经营业绩，“莫名其妙”地就被减少一笔，有时候甚至还是巨额数字。有鉴于此，企业兼并时购买方的公司管理层会尽可能采用权益合并法，以绝“后患”。

所谓购买法，也叫购受法，是指购买方像购买企业一样获取对方企业的净资产。换句话说就是，这时候的购并行为可以看做是购买方付出一定代价购买了对方的机器设备、存货等资产，与此同时，当然要承担对方的所有负债了。这样一来，也就必然需要按照公允价格来计量被购买企业的净资产，购买价格（也叫投资成本）超过净资产公允价值以上的差额确认为商誉。

关于这一点，在我国也同样如此。例如就在巴菲特讲这番话的同一时间即 1999 年，中国 A 股市场上的清华同方以股权交换方式吸收合并山东鲁颖电子公司，会计方法上采用的就是权益合并法；在此之后，新潮实业、青岛双星、龙电股份等 9 家上市公司换股吸收合并非上市公司，也都是采用的权益合并法。这固然与我国会计准则中在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面没有明确规定有关，但也与权益合并法能避开今后要分摊商誉的原因有关。

当然，除此以外还有其他原因，如采用权益合并法时并入的净资产较低，而利润较高，这样反映在财务年报上的净资产收益率就比较高；采用权益合并法是按照历史成本反映合并后企业资产和负债的，财务信息的可靠性较好等。

但应看到的是，如果是采用购买法，由于购并时提供了企业资产和负债的公允价值等信息，会更便于投资者预测合并后企业未来的现金流量。更由于有些国家禁止采用权益合并法，所以对跨国企业进行合并时有可能会无法进行，至少也会缺乏会计信息之间的可比性。

正因上述理由，所以巴菲特说，当美国财务会计准则委员会一度想取消权益合并法时，遭到许多大型公司管理层的激烈反对，巴菲特本人也是不赞成取消权益合并法的。

他认为，如果强行规定只能采取购买法，这样在今后每年的企业经营中摊销商誉实际上会“扭曲”当年经营业绩，使得每年之间的经营业绩因为摊销商誉数额的不同，而缺乏一贯性和可比性。更不用说，经济商誉在许多情况下不但不会减少或消失，甚至还会不断增值。

例如，在过去的 78 年中，喜诗糖果公司的品牌价值就以不规则却又非常迅速的速度在增长，只要经营得当，这种品牌价值增长的态势很有可能再继续维持 78 年。

所以巴菲特强烈呼吁，为了避免商誉的不当摊销，伟大的经理人要宁愿选择权益合并法。在他看来，采用权益合并法时两家企业就像两条河流拥抱在一起，从此不分彼此。在这种情形下，一家企业被另一家企业购并，实际上并不能算被“买下”。虽然这看起来有些咬文嚼字，但这两种方法在购并企业双方的员工心里都有一本账。

巴菲特的意思是说，无论采用购买法还是权益合并法，由此产生的商誉都应当放在会计账面上不进行摊销，因为究竟这是一种“费用”还是“财富”还说不定，怎么就能随意摊销呢？今后在处理这个会计科目时，应当采用一般判断资产价值是否减损的方式去进行评估。

看看，巴菲特的这一观点和我国会计准则的新规定是完全一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，企业购并案中的会计处理应该统一到把商誉看做资产的角度上来，每年进行减值测试。如果仅仅把商誉看做一种费用进行摊销，就会陷入购买法和权益合并法两种不同核算方法的怪圈。

市价核算容易导致业绩波动

因为会计原则规定，我们旗下保险事业所持有占伯克希尔相当大部分的股票投资必须以市价列示。自从 1979 年以来，一般公认会计原则就要求它们以市价方式而非原先的成本与市价孰低法列在公司账上（当然要扣除未实现资本利得估计应支付的税负），股票价格如同水车滚轮般上上下下，也使得我们每年结算的成绩变化很大，尤其是在与一般公司产业比较时更为明显。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注企业的对外股票投资是按照什么价格进行结算的。这不但要求符合会计准则规定，同样需要强调前后一致，否则很容易造成非经营性业绩的不正常波动。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，根据会计准则规定，伯克希尔公司旗下的保险业务所持有的股票投资必须按照市场价值扣除应缴税金来结算。从 1979 年以来，一般公认会计准则都要求这样做，而原来的核算方法是成本与市场价孰低法。

要知道，保险业务在伯克希尔公司中所占比重相当大。而现在按照股票市场价值结算，这是会计准则的规定，并没有错，但由于股票价格就像车轮滚动般的上上下下，从而使得伯克希尔公司每年结算的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营业绩变化很大，与其他一般传统产业相比，这种业绩起伏尤其明显。

为了解决这个问题，并且帮助报表阅读者搞清伯克希尔公司内在价值的变化程度，以及股票价格波动对公司账面利润究竟造成了哪些短期影响，伯克希尔公司从1992年开始，在每年公布的财务年报第一页都会设置一张表格，反映伯克希尔公司每年的净值变化与标准·普尔500指数之间的比较。

巴菲特提醒投资者阅读这份年报时，至少要关注三个重点：

一是伯克希尔公司旗下的子公司中，有相当一部分公司的经营业绩是不受股价波动影响的；这些不受股价波动影响的子公司，每年也都是不固定的。

从早期来看，伯克希尔公司的主业是纺织，所以纺织业务在这方面的比重相对较大，对伯克希尔公司总的经营业绩影响也大。到了后来，伯克希尔公司拥有一大批由优秀经理人各司其职的优秀企业团队，他们所创造的报酬要远远高于标准·普尔500指数回报率，从而使得伯克希尔公司的总体业绩也大大高于标准·普尔500指数。

二是伯克希尔公司所从事的股票投资要负担相当重的税负，而标准·普尔500指数则不包括税金在内，这是一个非常大的区别。

巴菲特认为，这一点是读者要特别注意的，因为这两者之间没有可比性。只有在剔除了税赋因素后，才能进行客观比较，而这对于普通投资者来说是很困难的，因为他们不知道这个因素究竟有多大。

巴菲特举例说，如果伯克希尔公司在过去的28年里专门投资标准·普尔500指数，人们从中得到的投资报酬就必须通通纳税。如果标准·普尔500指数上涨18%，那么纳税后伯克希尔公司从中得到的实际回报只有不到13%。随着今后税率的提高，实际回报率还会下跌，这不是伯克希尔公司有办法解决的。

三是他和查理·芒格都相信，未来10年内标准·普尔500指数的表现将不会像过去10年中那样好；他们也同样相信，随着伯克希尔公司资本规模越来越大，伯克希尔公司的经营业绩在以后10年内不会像过去那样大幅度超越标准·普尔500指数，趋势会有所减弱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说，虽然他从来不愿意预测短期股市走势，但还是想进行这种对比。唯一可以肯定的是，伯克希尔公司的资本规模越来越大、步履越来越蹒跚，一定会在某种程度上拖累经营业绩的。

更不用说，由于每年的股价都在波动，而伯克希尔公司集中投资于几家股票上，尤其是把大部分资源集中于霹雳猫业务上，所以将来如果经营业绩发生剧烈波动，也是很好理解并容易接受的。问题的关键在于，从一个比较长的时期看，年平均回报率应该高于标准·普尔500指数的上涨幅度才是。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司在股票和债券上持有的长期头寸（long-term position），根据会计准则规定，每年的持仓市值变化会反映在资产负债中，从而使得当年的税前利润减少9.55亿美元。而其实呢，只要伯克希尔公司不出售这些长期头寸，这笔资产就很少会反映在损益表中。

巴菲特说，类似于伯克希尔公司投资可口可乐公司这样的案例就不一样。伯克希尔公司持有的可口可乐股票市值，从1998年末的134亿美元下跌到2005年末的81亿美元，下跌了53亿美元，依然不需要进入损益表。而现在呢，根据会计准则规定，长期外汇头寸需要根据当日市价每天进行计价，所以每个报表日都会影响收益情况。

正因如此，2005年伯克希尔公司因为外汇长期头寸当年造成了9.55亿美元“损失”，这就有些不太容易理解。还好的是，从伯克希尔公司第一次涉足外汇交易起到那时，已经一共赚了20亿美元了。

由此可见，美国公认会计准则在对待不同业务的收益和损失所做的处理方式方面，也是不尽相同的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，股票投资按照市值来进行核算本来并没有错，可是投资者在阅读财务年报时却要注意这种市值波动给正常经营业绩都造成了哪些影响，以及这种影响究竟有多大。这一点往往容易忽视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重整损失或一次性摊销

有一种会计科目叫做“重整损失”，在法理上虽然属于合法但却通常被当做操纵损益的工具。通常公司会将多年来累积的开支在单一季节一次提列损失，这是一种典型的让投资人大失所望的骗术。有时候，公司则是为了将过去塑造不实在的盈余所累积的垃圾一次出清，或是为虚增未来年度的盈余预先做铺路。不管怎样，这些做法的主要前提都是抓住华尔街只关心未来年度的盈余高于预期五分钱，却一点也不在乎公司当季的盈余少了五块钱的心理。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注“重整损失”科目对经营业绩所做的修正。上市公司经常会利用这个会计科目来调节利润，误导投资者（股东）。“重整损失”是保险业会计中的一个科目，在其他会计领域中可以理解为“一次性摊销”或“一次性提取”。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，有一种会计科目叫“重整损失”，虽然从法律上看它是合法的，可是在实际中却通常被当做调节利润的工具。通常的情形是，上市公司会把多年来累积的费用在某个季度一次性进行处理，这是一种让股东大失所望的骗术。而有时候呢，上市公司则会把过去账面上的虚盈实亏所累积的“垃圾”一次性处理掉，为以后年度的虚增利润预先做准备。但无论如何，这些做法都是抓住了股市中只关心未来年度经营业绩比现在要多 5 分钱，却一点也不在乎现在的利润少了 5 元钱。

巴菲特的意思是说，这种做法往往会因小失大。他指出，上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要达到这一目的必须具备一定条件，首先是要找到愿意配合的注册会计师事务所。当该公司习惯于这样的舞弊行为后，今后就会发觉与其辛辛苦苦地创造实实在在的经营业绩，还不如轻轻松松地进行这种账务重整来得刺激，所以今后要让他们放弃这种做法就比登天还难了。

从会计科目这个角度看，重整损失实际上应该是一个负债科目，表示已经发生的所有损失尚未支付的可能金额，包括相关成本。在实际计算损失时，除了已经支付的损失外，还必须包括潜在损失。

正因为潜在损失的损失是“潜在”的，所以如何估计究竟有多少潜在损失，就需要用到一系列正确而科学的方法。如果做不到这一点，保险公司就无法知道自己真实的经营成本，从而难以制定合理的保费标准。

不过这样一来，这个科目也就会被公司管理层故意用来作为调节利润的工具。因为在某些情况下，虽然已经需要支付理赔损失了，可是被保险人根本就还不知道，这样的情形是常有的。

他介绍说，在企业购并案中，债务重整早就被提升到一种艺术的高度。公司管理层越来越习惯于通过债务重组来操控资产和负债数据，从而使得公司经营业绩能够平稳地虚增。事实上，在进行企业购并时，注册会计师们也偶尔会建议这些公司在会计处理方面玩把戏，有时候这种把戏还玩得很大。而这时候的公司首席执行官，往往很难拒绝注册会计师提出的让公司未来业绩更好看一点的美意。

巴菲特举例说，保险领域中的财产保险意外险业务中就不乏这种很好的例子。公司购并时，购买方通常会趁机大幅度补提大量损失准备，好像以前损失准备科目没有提足似的。而实际上，这样做的目的是为了以后少提一些损失准备、变相增加公司未来经营业绩。

不过伯克希尔公司从来不做这样的事。伯克希尔公司购并企业时，当初发现多少损失准备就是多少，从来不补提。因为原来这些公司管理层都非常开诚布公，如果在这种情况下还要补提损失准备的话，实际上就表明他们的美德出现了问题，这是千万不可以的。

巴菲特说，根据巴尔的摩 R. G. 协会初步统计结果，1998 年宣布或认列的特别开支包含组织重整开支、研究与开发（R&D）、购并费用等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1369 项名义加总的金额超过 721 亿美元，相当于 1997 年全球财富 500 强企业总利润 3240 亿美元的 22%。

有鉴于此，巴菲特在伯克希尔公司 2001 年年报致股东的一封信中，强烈建议废除“重整损失”、“强化损失准备”这两个会计科目。因为这两个科目的存在，会使得公司管理层在过去估计不当、导致过去年度的经营业绩偏高时，在最后来个一次性解决。

这样做的错误在于，这些损失并没有发生任何改变，它一直都在账面上，可是公司管理层对这种损失的认识却改变了，以为可以随意玩弄这种骗术，并且明知故犯。

巴菲特开玩笑说，如果这样的会计科目真有必要存在，更贴切的名称应该叫“未能及时发现的损失成本”，或者干脆简称为“哦！哦！”。

巴菲特承认，损失提列不足是保险业中普遍存在的问题，而且问题很严重。即使在伯克希尔公司，也曾经在 1984 年和 1986 年发生过这样的问题，从而导致通用再保险公司 2001 年度一口气提列了 8 亿美元的累计损失。不过总的来看，和同行相比，伯克希尔公司在这方面的手法还是相当稳健、保守的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要特别关注一次性提列、一次性摊销等科目及其数额，其中往往有调节利润的猫腻。他开玩笑说，由于重整损失科目的存在，“保险业会计可以说是一项自己评分的考试”。

股票期权应当作为费用看待

一旦采用期权形式的话，员工就很有可能对个人业绩视而不见。因为股票期权是不可撤销的，而且是无条件的（只要经理仍然在公司中任职），因此，凭借期权，即使是那些游手好闲的人，也可以和优秀员工一样得到不薄的收入。有了期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权，他们只能是今朝有酒今朝醉，还奢望什么比这更好的“激励”机制呢？

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注股票期权问题。股票期权和广告费以及其他费用一样，应当被看做是一项费用。他从 1985 年起开始，曾经多次在伯克希尔公司年报中谈到这一观点。

巴菲特在伯克希尔公司 1985 年年报致股东的一封信中说，上市公司一旦采用期权形式，那么员工就很可能会今朝有酒今朝醉、干好干坏一个样，因为无论他们个人的表现如何，将来总能得到期权回报的。

他在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，几十年来商业界一直在声讨那些会计准则的制订者们，因为他们一直想改变现在把股票期权反映为发行者利润的会计处理方法。公司管理层在大多数情况下都会认为，由于股票期权本身的价值难以确定，所以对它的成本很难确定，干脆就视而不见了。

巴菲特认为，抱有这种观点的公司管理层不但非常可笑，而且非常荒唐。因为要知道，如果仅仅因为对它的成本难以确定就忽略不计，那么这种情形在会计核算中是非常多见的。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中打比方说，当年政府雇员保险公司的广告投入为 1.9 亿美元，假如该公司不用现金支付广告费，而是采用股票期权的形式分 10 年向媒体支付广告费，你能说伯克希尔公司就不必在成本中列支这笔费用了吗？

巴菲特认为，股票期权的成本核算并没有人们想象的那么复杂，从他的角度看，要计算限制性期权的成本是比较简单的，即使是计算蚀价期权的成本也不难。

例如在伯克希尔公司，如果要发行股票期权，实际上就表明将来要向对方支付一定数额的资金。究竟要支付多少数额呢？这可以把它看做是受让方能够获取的未来收益，或者把该期权变现可以得到多少资金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就这么简单。与计算飞机的年折旧率相比，确定期权价格的方法更简单。

巴菲特在伯克希尔公司1997年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在收购发行股票期权的上市公司时，会立刻采用等价现金补偿的方式兑换原来的期权计划。这样做的目的，就是在收入中抵减被收购公司原来没有考虑到的真实的期权补偿成本。无论该公司原来认为这种期权有没有成本，现在都要把它还原过来重新计算才是。

据2002年7月14日《联合导报》报道，巴菲特说："我相信，每一个企业都希望能更好地回报股东。但是，如果试图玩数字游戏，或者记录根本不存在的利润或是收入，都不可能让股东满意。"

巴菲特这里的意思很明确，那就是上市公司没有必要玩弄股票期权这种游戏。只有把企业效益搞上去，才能实实在在给股东以回报，任何开远期空头支票的做法都不能真正让股东满意。

2002年7月16日的《华尔街日报》报道说，20世纪90年代高科技股票价格暴涨时，巴菲特因为无法预测它们的收益曲线而拒绝投资这些股票，结果被人骂作"落伍"了。随着高科技股的泡沫破灭，安然公司和世通公司的股东们终于意识到自己被管理者"抢劫"了一遍，清楚地看到以诚实和保守著称的管理者才是投资者心目中的崇拜对象。

这里补充说明一下股票期权的概念，因为或许有读者对此一知半解，甚至听也没听说过。这没什么奇怪的，因为中国目前还没有开展股票期权交易。不过，上海、深圳证券交易所中的配股权证，其实质就是股票期权。

从概念来看，股票期权又叫股票选择权交易，最早出现在20世纪20年代的美国纽约，但当时的规模很小，而且都是场外交易。直到1973年4月美国芝加哥期权交易所开业，才标志着股票期权交易的真正形成。

股票期权的实质是一种权利，它既不是股票也不是股票指数，但是，拥有股票期权的人可以在一定的时间、期限内按照确定的价格和数量买卖某种股票。当然，这种买卖行为就称股票期权交易了。

股票期权的会计处理方法，在国际会计准则中并没有具体规定。可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是如果不解决这个问题，股票期权计划就无法进入规范操作和实施，所以，国际会计准则中对此又做出两条要求：一是必须披露该事项；二是要求上市公司提供每股收益稀释的计算结果。

在美国上市公司中，根据美国通用会计准则要求，期权计划中的主要会计问题是对补偿费用如何进行处理，包括补偿费用的确认、计量、提取、入账时间。从中容易看出，股票期权应该作为一种“费用”来对待，这与巴菲特一贯倡导的观点是相同的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，股票期权应该作为费用来对待，他个人是不主张玩弄期权这种远期支票游戏的。如果他收购的上市公司原来有股权计划，会首先用等价现金加以兑换，把它还原过来重新进行计算。

恶意设计的高管薪酬制度

大多数美国高管的薪酬与经营业绩并不匹配，将来也不会出现什么太大变化，因为关于 CEO 薪酬就像以欺骗方式做牌一样，是已经事先安排好的，完全不利于投资者。结果是，一个表现平平或者表现糟糕的 CEO，在他精心物色的人际关系主管和非常乐于助人的咨询公司顾问 Ratchet and Bingo 的协助下，最终总是从一个恶意设计的高管薪酬安排中获得大量的金钱。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注公司高层管理人员的酬薪水平是否与经营业绩相匹配。匹配的，当然是好的、对的；不匹配，实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际上就侵害了所有投资者（股东）的利益。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，大多数美国上市公司高层管理人员的酬薪和经营业绩都不匹配，将来也不要希望出现什么太大的变化。因为关于公司首席执行官的酬薪，就像玩牌时候以欺骗方式做牌一样是事先就安排好的，完全不会有利于其他人。结果呢，一个表现平常甚至表现糟糕的首席执行官，在他自己物色的人际关系主管、咨询公司顾问协助下，总能从这种精心设计的高管酬薪制度安排中获得太多好处。

巴菲特举例说，10年固定价格的股票期权就是其中之一。在发行这种股票期权后的10年间，即使这家公司的首席执行官再没有能力，这家公司在此期间的经营业绩一直停滞不前，他也会非常乐意接受这样的制度安排。如果给他相当于公司1%的股票期权，那么他就会想方设法不支付任何红利，而是尽可能保留公司的所有利润用来回购股票。

为什么要回购股票呢？道理很简单，公司回购股份越多，他手中原来握有股票期权所占比重就越高，换句话说，他个人从中得到的好处就越多。

举个例子来说，如果该公司的净资产是100亿美元，该公司发行在外的股份一共是1亿股，该公司每年的利润是10亿美元，那么就相当于所有发行在外的股票每股盈利10美元。如果在今后的10年间一直保持这样的水平，并且首席执行官拒绝分派红利，而是全部用来回购股票。那么，10年间的股份就会减少3870万股，从而使得每股收益从原来的10美元提高到25.8美元。也就是说，10年后的股票价格上涨了158%。

而在这背后，该公司在这10年前的经营业绩虽然没有丝毫增长，这位首席执行官单凭股票期权这一条就能从中赚到1.58亿美元。更令人吃惊的是，即使该公司的经营业绩在这10年间下降20%，他仍然可以从中赚到1亿美元以上。

巴菲特举这个例子是想说明一点，这种本来是用来激励公司管理层为企业创造业绩的措施，反过来却成了公司高层管理人员侵害股东权益的手段，这与当初设计这项制度时的愿望是背道而驰的。当初向这位首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

席执行官发行期权时，是希望借此机会能让公司管理层和广大股东结成“利益同盟”，但最终发现并不是这么一回事。

因为这些首席执行官都非常清楚一个简单道理，他们给股东发放任何红利都会直接减少已经发行在外的股票期权的价值。而很显然，他们手中既然已经握有这样的股票期权，就会千方百计不让减少股票期权的行为发生。回过头来看，大多数上市公司没有红利分配或者红利分配很少，是不是也有这种因素呢？巴菲特说，他经常听到有些首席执行官在公司内部大肆鼓吹资本是有成本的，却从来没有见过他们告诉股东，他们取得的那些价格固定的股票期权所带来的资本是免费的。

有人会说，能不能通过强制规定“每年发放多少比例的红利”来纠正这一点呢？巴菲特认为，这虽然会减轻上面这种极端结果的出现，却仍然不能从根本上杜绝没有任何成就的经理人从中获得极其丰厚的报酬。正确的办法应当是，根据公司留存收益自动调整股票期权价格。

巴菲特说，这一做法非常简单，可是让他感到吃惊的是，这种情形从来就没有出现过。

这样就出现了一件怪事情：当首席执行官遭遇公司解雇的那一天，实际上也就是他在人生中收入最丰厚的那一天！

所以巴菲特说，美国上市公司中为管理层毫不起眼的经营业绩却要支付巨额的离职补偿费、慷慨的额外补贴、超高标准的酬薪早就已经司空见惯了。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中说，美国上市公司中的首席执行官普遍过着十分优裕的生活，一家企业推出了什么样的福利津贴，马上就会被其他企业所复制沿用。在公司董事会的酬薪委员会中，有相当多的酬薪委员是从外部聘请的“独立董事”，他们在对公司高层管理人员进行的酬薪发放上普遍存在着不合理并且过于慷慨的做法，而且多少年来一直没有实质性的改变。

他联系自己的亲身经历说，他之所以会被许多上市公司的酬薪委员会拒之门外，最可能的理由就是因为过于“独立”了，以至于冒犯了这种潜规则。普遍情形是，酬薪委员会往往会巧妙利用“同业”水平来进行横向比较，从而使得这种酬薪发放过于慷慨的现象经久不衰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该上市公司高级管理层的酬薪制度是否合理。合理的酬薪制度能够起到激励作用，而不合理的酬薪制度不但起不到应有的激励作用，而且会损害股东利益。

金融衍生品的特殊核算

对于我们的衍生品合约有两点是很重要的。第一，在所有交易里，我们都是通过卖出合约，收到钱的一方，这意味着我们并没有对冲风险。第二，这些衍生品合约适用的会计准则，不同于应用在我们资产投资组合上的。在资产投资组合中，资产价值的变化将以净资产的形式显示在伯克希尔资产负债表上，但它不会影响收益，除非我们出售（或是冲销）资产。而衍生品合约的价值变化，必须计入每季的收入中。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注金融衍生产品的特殊核算。金融衍生产品是一项新事物，非常复杂，连业内人士也很难搞清楚。搞清这些问题，有助于投资者更好地衡量该公司的内在价值。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，对于伯克希尔公司金融衍生产品的合约，有两点很重要：一是在所有交易里都是通过卖出合约来进行的，这意味着这里不存在对冲风险；二是核算这些金融衍生产品所适用的会计准则，与资产投资组合方面的会计准则是不同的。

具体地说就是，在资产投资组合中，资产价值的变化要以净资产的形式反映在伯克希尔公司资产负债表上。如果不是出售或冲销该资产，就不会影响到损益；可是金融衍生产品合约的价值变化，却要每个季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都反映在损益表中。这样一来，伯克希尔公司每个季度的收入就会随着金融衍生产品合约的价值变化，而发生剧烈改变。

但巴菲特认为，这种金融衍生产品合约的价格虽然剧烈波动，可是其内在价值的变化其实并不大。所以，即使在同一个季度内这样的价格波动超过10亿美元，他也感到没什么大不了的。要知道，类似于这样的情形是经常出现在伯克希尔公司的巨灾保险业务中的。

巴菲特说，2007年伯克希尔公司仅仅由他管理的金融衍生产品合约就有94个，除此以外还有一些合约在通用再保险公司中。这些合约主要分为两大类：一是承担特定债券包括各种高收益率债券的违约风险；二是针对四种股票指数即标准·普尔500指数和其他三种国外指数的卖出期权合约。

伯克希尔公司承担特定债券违约风险的合约一共有54个，到期日期从2009年到2013年。从2007年的经营情况看，当年一共从中得到32亿美元收入，承担4.72亿美元亏损。如果出现最坏的情况，这些合约有可能会继续造成47亿美元的亏损，但这种可能性几乎不会发生。考虑到这个因素，当年伯克希尔公司的资产负债表中特地为这些合约预提了18亿美元的“衍生合约负债”。

伯克希尔公司针对股票指数的卖出期权合约，起始期限不是15年就是20年，到期时间在2019年至2027年间。它们受将来股市发展的影响很大，但只有到时候这些股票指数低于签订卖出期权合约时的股票指数，伯克希尔公司才需要付出真金白银。

2007年伯克希尔公司通过卖出这样的合约得到45亿美元收入，但同时也在当年的财务年报中提列了46亿美元负债。巴菲特相信，这些合约总体上会是盈利的，并且伯克希尔公司完全有可能利用卖出这些合约所得到的收入去进行再投资，从而获得丰厚的经营业绩。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中强调，伯克希尔公司所有从直接外汇项目上实现的利润都是来自远期合约的，这一点大家可能会感到奇怪。因为大家知道，通用再保险公司曾经在金融衍生产品合约上有过惨痛教训，巴菲特也一再认为金融衍生产品发展过快会导致整个金融市场出现一系列问题，既然这样，伯克希尔公司为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还要从事金融衍生产品合约交易呢？

巴菲特解释说，这是因为金融衍生产品合约也和股票、债券一样，其价格与其内在价值经常会出现非常离谱的偏差。所以他认为，伯克希尔公司在这方面有选择性地对少数几个品种进行投资，确保把风险降到最低限度，就会是非常有价值的。而从当年的情形看，这些金融衍生产品合约的效益还不错，共为伯克希尔公司赚到了几亿美元的税前利润。虽然今后存在着发生亏损的可能，但从整体上看，伯克希尔公司今后仍然有望从中获取可观的收益回报。

巴菲特在伯克希尔公司2008年年报致股东的一封信中说，2008年爆发的全球金融危机说明了金融衍生产品很危险，而某些大金融机构的管理层又没有能力管理好这些复杂的金融衍生业务，这并不是事后用一句“要提高透明度”就能解决问题的。

最好的一个例子是，房利美和房地美这两个庞大机构是由美国国会创立并直接控制的，并且明确规定什么事情可以做、什么事情不可以做，并且还在1992年专门成立了美国联邦住房企业监管办公室（OFHEO）来帮助监管，总之，这两个机构是巴菲特所知道的监管最严的公司，可是结果怎么样呢？照样出现了大问题。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，如果该公司有金融衍生产品业务，阅读财务年报时就必须特别关注这一点。因为衍生产品合同的期限很长，通常几年甚至几十年都不进行结算，其中潜伏着错综复杂的投资风险，不得不防。

识别财务年报中的常见骗术

为了让这样的行为合理化，这些经理人常常表示，如果公司股票的价格不能合理反映其价值，则公司股东的权益将会受损。同时他们也声称，运用会计骗术以得到想要的数字的做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很普遍，而一旦这种“别人都这样、为何我不行”的想法生根后，道德方面的顾虑早已消失殆尽。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注上市公司经常采用的一些会计骗术，以免上当受骗。由于公司管理层和公司股东的地位、利益各不相同，在财务年报中出现这样的会计骗术是不奇怪的。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，为了使得捏造利润这样的行为合理化，这些公司管理层常常会借口说，如果公司股票价格不能合理反映其价值就会损害股东权益。同时他们声称，利用会计骗术得到想要的财务数据这种做法已经很普遍。而一旦这种“别人都这样，为什么我就不行”的想法产生，会计道德方面的顾虑也就抛到九霄云外去了。

那么，巴菲特这里所说的财务年报中的骗术究竟有哪些呢？结合中国股市实际，这主要包括：

一是过早记录收入或者记录有问题的收入。

无论是过早记录收入还是记录有问题的收入，其实质都是把本来在会计概念上还不能称之为“收入”的东西也计算在了收入之内，人为扩大了收入基数。这样无论后面怎么核算，都扩大了收入和利润数据。

这种情形主要有：在没有发出货物或者发出的货物客户还没有接受，就已经把收入计入账本；还没有为客户提供服务，就已经把服务收入计入账本；客户还没有义务支付货款时，就已经把收入计入账本；给客户某种回扣（这部分回扣实际上夸大了收入数额）；重复计算收入等。

二是记录伪造的收入。

记录伪造的收入和过早记录收入、记录有问题的收入相比，主要区别在于这种收入根本是子虚乌有，而后者则还是有一点点踪影的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种情形主要有：记录缺乏实际经济意义的收入；把投资所得作为收入计入账本；把出借交易所得作为收入计入账本；把购买方未来的承诺也算作是销售计入收入；把公司合并前扣留下来的不适当的收入也作为本期收入等。

三是用一次性所得增加收入。

用一次性所得增加收入，实际上是千方百计把各种本来不属于销售收入和服务收入的项目也计算在内、虚增利润。

这种情形主要有：通过贱卖资产增加利润；将投资收入计入收入；将投资收入冲减经营费用；在资产负债表上通过各栏目的重新归类，凭空捏造收入等。

四是费用的不当归期。

费用的不当归期，就是故意把应该在本结算期内分摊的费用转移到过去或将来，以达到调节本期利润的目的。

这种情形主要有：将正常的营运成本尤其是最近发生的成本资本化；通过变更会计政策，把本期费用转移到过去；降低成本折旧率和费用摊销速度；故意不报废已经不具备价值的固定资产和流动资产等。

五是不记录负债或不适当地减少负债。

不记录负债就是对应该计入本期的负债通过各种手法进行逃避，不适当地减少负债就是虽然该项负债也在本期账面上作了反映，可这种反映却是象征性的，不完全、不彻底。

这种情形主要有：在未来义务仍然存在时不计入相关负债和费用；通过变更会计假设来减少负债；释放有问题的准备金和计入收入；凭空捏造销售折扣；在收到现金时即使未来义务仍然存在也仍然计入收入。

对于非会计专业人士来说，这里有必要略作说明：会计假设也叫会计前提，是指在特定经济环境下根据过去的会计实践和理论对尚未肯定的事项所做的合乎情理的假设或设想。毫无疑问，如果这种假设和设想改变了，会计核算结果也就必然会发生改变，甚至面目全非。

例如，在五大会计假设中有一项叫持续经营假设，即假定这个企业暂时不会被破产清算，而是持续经营的，有了这样的前提才能进行正常会计核算；如果预料到不能持续经营了，就要改变这种会计假设，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用清算假设条件下的破产或重组会计程序。

六是把当期收入转移到未来。

把当期收入转移到未来，目的很明显，那就是为了推迟收入的实现、减少本期利润数额。

这种情形主要有：建立某种准备金，然后在将来某个时期进行释放，转作收入；在公司购并案完成之前不适当地扣留收入，以备将来充作收入。

七是把未来费用挪移到当期。

把未来费用挪移到当期就是本来应该归集在未来的费用现在被归集到了本期，目的是减少本期利润。

这种情形主要有：不适当地夸大费用，为未来减轻费用结算留有余地；将正在进行的研究开发费用在不适当的企业购并后进行注销；把自由性费用加速转移到现在。

【巴菲特读年报心得】

在所有会计骗术中，大约有50%是通过操纵销售收入实现的。所以阅读财务年报时要重点比较本期收入是否有突然增加、减少尤其是因故冲回等情形。当然，除此以外骗术还可能出现在其他任何方面。

识别财务年报中的常见陷阱

在以前，透过财务报表很容易分辨一家公司的好坏，但时至1960年代后期，却掀起一波骗徒称之为“大胆且富想象力的会计”的热潮（这种做法在当时受到华尔街人士的热烈欢迎，因为他们从来都不会让人失望）。不过在当时大家都知道谁是骗子，至于一般受到尊敬的美国大公司基本上都洁身自好，相当爱惜自己的羽毛。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注上市公司故意设置的一些会计陷阱，以免上当受骗。由于公司管理层和公司股东的地位、利益各不相同，所以在财务年报中出现这样的会计陷阱是不奇怪的。

巴菲特在伯克希尔公司1998年年报致股东的一封信中说，在过去，通过财务年报很容易辨别一家公司好坏，可是时间到了20世纪60年代后期，却掀起了一股被称之为“大胆且富想象力的会计”的热潮，这种做法受到美国证券界人士的热烈欢迎。不过在当时，大家都知道谁是骗子。至于一些受人尊敬的美国大企业，则基本上会洁身自好，因为他们都相当珍惜自己的声誉。

不过情况发展到现在（1998年），已经有越来越多的公司管理层渐渐认同这种做法，认为这也没什么大不了的。许多公司管理层不但觉得这种操纵会计数据的行为很正常，甚至把它当做工作职责之一。

那么，巴菲特在这里所说的这种财务年报中的陷阱究竟有哪些呢？结合中国股市实际，这主要包括：

一是自我交易。

顾名思义，自我交易就是这些上市公司通过自己设立的空壳公司或皮包公司，通过资金运作虚增收入、虚增资产、虚减资产、虚减债务。这些公司从本质上看都是同一伙人控制的，不但公司注册地址在同一个地方，甚至连联系电话都一模一样，一看就知道是假的。

二是循环交易。

循环交易最常见的方式是A公司把货物（或劳务，下同）卖给B公司，B公司把货物卖给C公司，C公司把货物卖给D公司，一圈兜下来货物又回到了A公司。这样做的目的，主要是为了增加销售规模，并且通过取得增值税发票抵扣进项税额，达到节税目的。

三是阴阳交易。

这主要是通过开具阴阳发票、订立阴阳合同掩盖交易真相。例如通过签订阴阳出售协议，使得名义价格低于实际价格，把差额部分作为收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入入账；或者通过签订阴阳收购协议，使得名义价格高于实际价格，同样可以把差额部分作为收入入账。

四是填塞渠道。

在进行账务结算时，为了达到调节财务数据的目的，通过调节经销商库存来调节销售收入。这是一种比较普遍的财务陷阱，也有许多人不认为这是舞弊行为，所以对此不以为然。但事实证明，这种手法反映了主导者提前或推迟确认收入的目的和作用。

五是不断购并。

企业购并本来是一种正常行为，可是如果某公司不断购并企业，并且在某个时期、某个领域密集购并，其中就可能潜伏着该企业的某种祸心。说穿了，这时候就要警惕它是不是在利用购并拆东墙补西墙，并最终导致资金链紧张和业绩下滑、公允价值被滥用了。

六是会计差错。

正常情况下会计核算中出现会计估计变更是可能的，但会计差错和会计估计变更不同，前者明显带有某种故意性。道理很简单：上市公司利用前期会计差错可以进行追溯调整的规定，能够把亏损前移，从而使得由此造成的损益调整不进入当期，反而却进入了前期。

七是数字洗澡。

这是上市公司在控制权发生转移时普遍玩弄的一个花招。通过把所有亏损一次性提足、提过头，达到隐瞒净资产、留作以后释放出来作为利润的目的。接受过这种“洗澡”的上市公司，控制权转移后的实际经营业绩基本上没什么可信度，因为它可以随意操纵数据。

八是报表重组。

主要手段是置出不良资产、置入优质资产，综合采用托管、承包、租赁等方式在账面上冻结不良资产。这种临时过渡手法实际上要清洗财务报表，明显减轻原来由于巨额潜亏所造成的资产减值、财务造假压力。而实际上呢，这些优质资产往往是虚假优质资产，是在演戏。

九是隐瞒炒股。

炒股并不是上市公司主业，而且风险太大。所以上市公司往往通过与庄家合作、配合提供炒作素材等方式，提供巨额资金炒作本公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，然后把收益悄悄地变通为主营业务收入进入报表；一旦发生亏损，再通过虚构存货、列作主营业务亏损或担保亏损逃避责任。

十是现金陷阱。

许多上市公司的账面现金（货币资金）严重不实，又怕承担刑事责任，所以只好玩起隐瞒占用资金或占用资金假还的游戏，如隐瞒借款、隐瞒出具银票、隐瞒担保等现象，这种情况带有某种普遍性。毫无疑问，这会严重影响上市公司质量，甚至导致整个公司万劫不复。

【巴菲特读年报心得】

一般认为，在财务年报的文字说明和会计科目中，出现“其他”字眼的地方最需要留心，如其他应收账款、其他业务收入、其他现金流量等处就可能埋伏着会计陷阱，应该多看几眼并加以深入研究。

盈利中的企业照样会破产

我认为有些管理当局在公司再造与合并的会计处理上的心态更为可疑。很多管理当局刻意操纵损益，欺骗投资人，就像迈克尔·金斯利（Michael Kinsley）曾经批评华府的“真正的丑闻不是那些违反法律的，而是那些完全合法的行为”。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司未来的经营风险尤其是面临的破产风险究竟有多大，哪怕这家企业现在有盈利也是如此。如果企业面临破产，你所考虑的投资理念就应该不一样了。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，公司管理层在员工认股选择权会计问题上所扮演的角色绝对不能马虎。此外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他还认为，有些公司管理层在公司再造和合并的会计处理上心态更可以讨论一番。众多公司管理层操纵利润、欺骗投资者（股东），就好像美国《时代》杂志评论员迈克尔·金斯利曾经批评美国政府所说的那样："真正的丑闻不是那些违反法律的，而是那些完全合法的行为。"意思是说，真正的丑闻不是那些操纵利润、欺骗股东的行为，而是当这种行为已经见怪不怪、完全成为"合法"行为的本身。

在巴菲特眼里，他从来不认为财务年报中的盈利数据有多么重要，与此相比他更看重该公司的内在价值。究其原因在于两方面：一是这些盈利数据本身就可能是不真实的；二是这些盈利数据即使是真实的，也会因为某种原因如现金流枯竭而导致破产倒闭，这样的事例古今中外屡见不鲜。

关于盈利数据是假的，巴菲特对此有深入研究。巴菲特在伯克希尔公司 1990 年年报致股东的一封信中，就专门收录了一篇他的老师本杰明·格雷厄姆写于 1936 年末的讽刺美国钢铁公司财务造假的文章，其中有这样一段：许多上市公司为了账面好看，使得损益表免受折旧费用的沉重负担，所以纷纷把账列厂房价值减少为象征性的 1 美元。甚至有许多上市公司认为，厂房对企业来说实际上是一种负债而不是资产，除了要计提折旧外，还要负担税金、维修费用等，所以美国钢铁公司董事会决定，从 1935 年开始把原来账面上 13.38 亿美元的厂房资产减少为负的 10 亿美元，这样不但可以免去过去每年计提的 4700 万美元折旧费用，甚至还能"产生"5000 万美元的折旧收益，一进一出就相当于每年给公司至少增加 9700 万美元"利润"，真是奇妙啊。

所以，巴菲特历来不迷信账面上的盈利数据，而是更相信内在价值。他在伯克希尔公司 1988 年年报致股东的一封信中说，根据新的会计准则要求，伯克希尔公司从 1990 年开始所有未实现利润的预估税率改为 34%，仅此一项就使得伯克希尔公司的年利润减少 7000 多万美元，这还不包括其他大大小小的间接影响。可是对于伯克希尔公司来说，无论税率是 28% 还是 34%，其实都不能反映伯克希尔公司的实质状况，因为他从来就没有考虑过要出售这些数额庞大而又未实现收益的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于盈利中的企业也会破产，巴菲特对此见得多了。例如在20世纪80年代中期，当时美国经济正处于萧条时期，一些上市公司陆续向美国联邦法院申请社会第11法案要求进行破产保护。

奇怪的是，这些公司财务年报中的损益表上，都是反映盈利的，并且产品质量也不错，客户市场也没有丢失，这又是怎么回事呢？其实这就是巴菲特所说的，这些公司发生了现金流危机。

非常简单的道理是，如果一家企业没有足够的现金偿还到期债务，而债主又不肯通融，那么这家企业就会遇到债务危机。举个例子来说，今天你出门时身上没带一分钱现金，这时候哪怕你有好几张信用卡，每张卡里都有钱，你在一家不能刷卡消费的小超市，仍然买不到货架上摆放着的面包和牛奶，只能忍受肚子饿得咕咕直叫。俗话说“一分钱难倒英雄汉”，这就是流动资金在企业管理中的重要性。

即使这家企业的效益不错，产品很受欢迎，也是如此。甚至恰恰相反，越是企业的成长性快，面临的这种危机就越大。

例如：企业的发展速度很快，不顾实际到处开连锁店；或者不断延长顾客的付款期限；或者对应收货款失去控制……在这些情况下即使账面上有盈利，如果销售收入所产生的现金流入不能弥补生产和投资所需的现金流出，照样出问题。

研究表明，在传统企业中，现金增长速度往往只是销售增长的平方根。例如销售收入增长1倍，从1增长到2，这时候2的平方根是1.414，表明现金流就会增长41%。

所以能看到，一些破产倒闭的上市企业并不一定是连续多年亏损的，连续多年有盈利最终导致破产倒闭的情形，同样屡见不鲜。它们的共同特点是，在破产前的几年里经营现金流总是在不断恶化。

这就要求投资者在阅读财务年报时，非常有必要关注该公司的现金流量表。对于非会计专业人士来说，要分析现金流指标有一定难度，但你可以掌握一个简单方法，即通过该公司经营活动所产生的现金流量与账面利润进行对比，从而评判该公司所取得的盈利水平质量如何——如果经营活动所产生的现金流量大于等于利润数额，说明这种利润质量较好；否则，就说明利润质量较差，甚至完全有可能是人为操纵产生的账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面利润，要不然就是公司存在着大量的应收账款。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时如果感到时间紧迫，可以先看一下该公司的经营现金流，这比其他任何财务数据更有用，也是预测该公司是否存在经营风险的好办法。他自己在选股时就常用这一招。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

相关成本全部纳入了吗

过高的成本就像定时炸弹

在法令松绑的初期，产业界并未立即反应此状况，主要是由于低成本的业者规模尚小，所以大部分高成本的主要业者仍然勉强维持现行的票价结构。不过随着时间慢慢地发酵，在长久以来隐而未见的问题逐渐浮现的同时，旧有业者完全无竞争力的高成本结构却早已积重难返。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本费用是否过高。在他看来，过高的成本费用就像一颗定时炸弹，随时可能会把原本还不错的经营业绩炸垮。所以，如果该公司成本费用一直居高不下就要特别引起注意了，看究竟是怎么回事。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔公司在投资美国航空公司特别股时，就忽略了航空业成本居高不下的事实。只是在过去，由于航空业受法令管制，所以还可以把高成本通过提高机票价格转嫁给消费者，所以这种高成本对利润的威胁还不明显；即使到了法令松绑初期，航空业由于低成本公司的规模小，大部分成本较高的航空公司依然能够勉强维持现行票价结构；不过随着时间的慢慢推移，这个问题也就慢慢暴露出来了，因为原来那种高成本结构完全缺乏竞争力，这一问题已经积重难返了。

巴菲特检讨说，伯克希尔公司的这项投资没有人强迫他，也没有人误导他，责任完全在于他个人的草率分析。这项收购是 1989 年发生的，当时购买特别股的投资高达 3.58 亿美元，可是问题直到 1994 年才爆发出来。1994 年 9 月，美国航空公司不得不宣布停止发行特别股股息，巴菲特原来在 1990 年就预言的这一结果终于出现了。回顾过去，他认为这是伯克希尔公司历史上可以评为失误“金牌”的一件事。

为什么在收购该公司时问题没有暴露，而要过几年才暴露呢？巴菲特分析说，总体上看，原因就是上面所说的那样。具体地说，是随着整个航空业规模的不断扩大，航空座位容量大幅度增加，市场竞争必然加剧，从而迫使那些高成本的老牌航空公司四面楚歌。额外的资金投入虽然能推迟这些老牌航空公司发现问题的时机，却不可能最终解决这些问题。伯克希尔公司投资美国航空公司的行为，也属于这种类型。

归根到底，市场竞争的基本法则决定一切，那就是在一个充分市场竞争的环境下，如果一家企业无法通过降低成本提高竞争力，最终的结果就只能是破产倒闭。巴菲特自责说，其实这个道理对于作为首席执行官的他来说最简单不过了，可是没想到居然被他疏忽了。

巴菲特说，虽然美国航空公司总裁塞思·斯科菲尔德（Seth Schofield）在这方面做出了巨大努力，并且一直致力于改正该公司长期以来形成的成本结构，可是至少到现在（1994 年）为止仍然没有起色。究其原因之一在于，他所面对的是一个不断变动的目标。

巴菲特的意思是说，当时美国有一部分航空公司能够在劳资双方协

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议方面争取到主动。具体地说就是，这些航空公司的员工由于根据过去的劳资协议，工资水平高于市场平均水平，所以这时候降低员工工资就是一条有效途径。而这些员工因为看到本企业依然发得出工资，所以就全力抵制这种降薪，双方处于拉锯战状态。

除此以外，也有一部分航空公司在破产法保护下可以获得苟延残喘的机会，以全新方法计算成本。容易看出，在破产法保护下，这些航空公司实际上遇到了本书前面所说的会计假设发生了改变，这时候在另一种新的会计准则下，成本和利润数据在账面上都发生了改变。正如美国西南航空公司总裁赫伯·凯莱赫（Herb Kelleher）形容的那样：这种破产保护对于航空公司来说，就像是得到了一次健康的水疗(spa)。

鉴于这样的现实，美国航空公司虽然努力降低原有高成本，并且完全有可能实现目标，从而不至于破产倒闭，但前景很难预料。

在这种情况下，伯克希尔公司在1994年末把美国航空公司账面上的投资金额调整减少为8950万美元。也就是说，当初伯克希尔公司对美国航空公司1美元的投资，现在只剩下0.25美元（8950÷35800=0.25)。展望未来，伯克希尔公司原来的3.58亿美元投资有可能完全收回或大部分收回，也有可能完全有去无回。无论结果如何，伯克希尔公司都做好了最坏的打算，从中吸取一项教训，那就是从投资美国航空公司身上发现，过高的成本费用确实是埋藏在企业的一颗定时炸弹，一旦经济形势发生改变，而企业过高的成本费用又无法降下来（实际上企业过高的成本费用是很难降下来的)，这时候就危险了。

巴菲特从会计角度介绍说，伯克希尔公司把原来的3.58亿美元投资调整减少到0.895亿美元，从会计核算角度上看非常复杂。

因为根据一般公认会计准则规定，保险公司在资产负债表上必须把它们的投资按照市场价值进行计算。而现在伯克希尔公司1994年第三季度末就把这个数据调整为0.895亿美元，并且在第四季度把这笔差额反映为成本费用，很好地体现了伯克希尔公司的实际价值，对投资者计算伯克希尔公司的内在价值有非常大的帮助，因为这才是一个实事求是的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注该公司的成本费用水平是否高于同行。较高的成本费用实际上是一颗定时炸弹，当宏观经济环境发生变化或整个行业走下坡路时，就是这颗定时炸弹爆炸的时候。

降低费用意味着增加利润

尤为引人注目的是，保单数量增长了26%，收益大幅增长。与此同时，公司员工数量却减少了4%。由于我们能够如此显著地降低单位成本，所以能为客户创造更多价值。这样的结果如何呢？GEICO去年赢得了更多市场份额，获得了令人羡慕的盈利，并进一步提高了品牌的影响力。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本费用水平，以及相关成本费用是否都纳入了会计核算。道理很简单，成本费用和企业利润是一对此消彼涨的矛盾，关心成本费用的核算和关注上市公司经营业绩是一个问题的两个方面。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在2005年这个巨灾之年，保险业务依然取得巨大成功，应当归功于政府雇员保险公司及其明星经理人托尼·奈斯利的努力。财务数据清楚地表明，在过去的两年里政府雇员保险公司的经营效率提高了32%。

尤其引人注目的是，该公司的保单数量增加了26%，收益大幅度增长。与此同时，公司的员工数量却减少了4%。这表明，伯克希尔公司的保险业务能够通过显著降低单位成本，为客户创造更多价值。而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样做的结果呢，势必导致政府雇员保险公司在2005年赢得更多的市场份额，获得令人羡慕的经营业绩，并且进一步提高品牌影响力。

巴菲特的意思是说，企业通过自身努力，不断开拓业务提高经营业绩固然是可喜的，但同时也不能忘了通过挖潜改造、降低成本费用增加经济效益。用中国人通常所说的话来说，这就是“增收”“节支”两个方面，两手抓，两手都要硬。

在这方面，巴菲特最佩服的人是沃尔特·许洛斯（Walter Schloss）。他在1994年4月15日的一封信中说，前几天他刚刚收到一份沃尔特联合公司1993年的财务年报。他在读这份年报时，除了年报中的一些经营数据外，还特别留心费用、收入等相关数据，他认为，本·格雷厄姆电影公司完全可以以它为创意拍一部《公民许洛斯》的电影。

沃尔特·许洛斯是本杰明·格雷厄姆的学生，也是巴菲特的旧同事。巴菲特是1954年在格雷厄姆·纽曼公司工作的，而沃尔特·许洛斯则是1955年离开该公司的，1956年该公司就解散了。

究竟是什么数据会让巴菲特给予如此高的评价呢？原来他发现，沃尔特联合公司的全年办公费用只有1.1万美元，而净收入却高达1900万美元；并且，该公司的固定资产只有2605美元，巴菲特特别提醒说，这里他并没有在后面忘了写“000”。

他说，沃尔特联合公司的经营风格值得我们每个人借鉴，真正已经具备这种能力的是查理·芒格。巴菲特谦虚地说，沃尔特联合公司的这种经营模式，对于伯克希尔公司来说可谓是可望而不可即。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中说，早在1984年他就对沃尔特·许洛斯惊人的投资业绩进行过公开讨论。

当时的背景是，在大多数主流大学商学院的投资课程中，都有一种主流观点认为市场是“有效”的。这种理论认为，在一个“有效”的证券市场中，随着信息透明度的不断增加，投资者能够获得超额利润的机会越来越少，而获得平均利润的机会越来越多。而沃尔特·许洛斯的投资经历恰好能推翻这一观点，所以巴菲特呼吁大家关注沃尔特·许洛斯这个人，同时呼吁大学商学院的教授们对此进行研究。

然而事与愿违，巴菲特的呼吁并没有引起应有反响，大学商学院的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资课程中依然在向一届届学生灌输有效市场理论，而这在巴菲特看来不但是不可思议的，而且是荒唐透顶的。

他说，数以万计的这些受过教育的学生进入社会后，从此会对有效市场理论坚信不疑，从而认为每天的股票价格之所以是这个价格一定是"正确"的，从而认为对任何股票的内在价值进行评估都是"不必要"的，这样就会使得沃尔特·许洛斯这样的人有机可乘，从而持续取得连续超越股市平均回报率的骄人业绩。

不用说，巴菲特这里所说的"这样的人"中也包括他自己。他们两人都有一个共同点，那就是从来不相信什么内幕消息，甚至连公开消息也很少参考，拒绝任何投资风险，而是完全根据从本杰明·格雷厄姆那里学到的一套方法进行操作，把管理成本和费用降到最低。

相对而言，沃尔特·许洛斯的做法更绝。例如在 1956 年到 2002 年的 47 年间，沃尔特·许洛斯的投资公司没有聘请任何秘书、职员和财会人员，唯一的合作伙伴就是他的儿子爱德文，一位大学艺术硕士生。他们承诺，如果股东们不赚钱，他们自己则没有一分钱收入。

面对这样一个人，1989 年《杰出投资人文摘》记者采访时问他，应该如何归纳总结他们的投资法则呢？爱德文介绍说，其实很简单，他们"只是努力地买便宜的股票"，对什么是现代投资组合理论、技术分析、总体经济学派以及其他许许多多复杂的运算方法，则完全置之不理。

对此巴菲特半真半假地说，沃尔特·许洛斯正因为没有读过商学院及其相关专科，所以完全避免了受有效市场理论的影响，这是"非常幸运"的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本费用高低，因为降低费用就意味着增加业绩。无论是他自己还是他最赞赏的沃尔特·许洛斯，成功经验之一就在于在拒绝风险的同时降低费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关成本是否都纳入了收益

经理人在思索会计原则时，一定要谨记林肯总统最常讲的一句俚语：“如果一只狗连尾巴也算在内的话，总共有几条腿？答案还是四条腿。因为不论你是不是把尾巴当做一条腿，尾巴永远还是尾巴！”这句话提醒经理人，就算会计师愿意帮你证明尾巴也算是一条腿，你也不会因此多了一条腿。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的相关成本费用是否都纳入了收益核算，用会计术语来表述就是权责发生制。换句话说就是，凡是与该收入相关的成本和费用都必须纳入核算，不能多也不能少。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，经营管理层在考虑会计准则时一定要牢记美国前总统林肯经常讲的一句俚语——如果一只狗连尾巴也计算在内一共有几条腿？答案依然是四条腿。因为无论你是不是把尾巴当做一条腿，尾巴永远是尾巴，是不能和狗腿计算在一起的。即使有注册会计师愿意帮你证明尾巴也是一条腿，你也不会因此就多了一条腿。

巴菲特的意思是说，即使上市公司聘请的会计师事务所愿意帮助你财务造假，你的真实经营业绩依然是这么多。

巴菲特说，这方面最典型的例子是发行认股权。他在伯克希尔公司 1985 年年报致股东的一封信中就认为，不要说滥用认股权，就是规划得当的认股权发行也相当没道理。可是几十年来企业界一直不断地向会计准则制定者攻击，要求把发行认股权的相关成本排除在损益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表之外。

换句话说就是，企业界希望把这种发行认股权的成本不要作为“成本”计算，这样就可以不用抵扣当年利润了。从另一个角度看，实际上这就把一部分应该纳入的成本排除在外了。

上市公司发行认股的成本是不是“成本”呢？对于非专业会计人士来说可能不太容易说得清。公司管理层认为它不是成本的理由是，认股权的价值很难进行衡量，所以这种成本干脆忽略不计了；或者认为如果要认列认股权成本，会给以后新成立的公司造成不利影响，因为在扣除当期利润后，经营业绩就会因此受影响了。

配合上市公司管理层的这种观点，相关管理部门这时候也发表意见认为，这种认股权成本“确实”不能作为成本来对待，因为从头到尾该公司根本就不用从口袋里掏出一分钱来。

巴菲特认为，这种一唱一和的理由，实际上给了美国所有企业大幅度改善账面利润的好机会。巴菲特讽刺说，如果你是上市公司的首席执行官，同时又喜欢充分运用各种不付现金就不算支出的会计理论，那么你可以立即打个电话到伯克希尔公司来找他，用这种认购认股权的方式来支付保险费用就行了。

巴菲特的意思是说，无论这种保险费用在对方公司账面上是不是算作成本费用，这对伯克希尔公司来说都是不重要的，所以多投保一点也无妨。反正这笔钱到了伯克希尔公司账面上，马上就是伯克希尔公司的保险浮存金，继而变成利润了。

巴菲特提醒投资者注意，只要是公司把某些有价值的东西交给别人，那就一定是有成本支出的，与是不是付出现金没有关系。如果有人要说因为这种付出成本难以准确计量就可以不算成本的话，那么这种观点既愚蠢又令人啼笑皆非。因为谁都知道，会计核算本来就是建立在一系列会计假设基础之上的，也就是说充满不确定性。

举个例子来说，无论是哪一位首席执行官或会计师，都无法正确估计一架波音 747 客机的寿命到底有多长？接下来的问题是，如果不能精确判断这架客机的寿命有几年，就不能计算这架飞机每年应该分摊的折旧费用了吗？显然这是不会的。更何况在保险行业，对未来损失的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更是出名的无法预料，谁都做不到精确评估。相反，因为这种估计无法做到十分精确，所以才需要由诚实而富有经验的人来把关，然后把它计算在会计账面上。

对于上市公司发行认股权的问题，归纳起来巴菲特的观点是：如果这种认股权不是对公司管理层的一种劳动报酬，那么它又是什么呢？如果一家上市公司把劳动报酬都不能算作成本费用的话，那么它又能够算是什么，并且又应该在哪个会计科目进行核算呢？

从这个角度看，上市公司管理层长期不遗余力地呼吁不要把认股权发行列入公司成本，会产生一系列混乱和副作用；而会计学者和证券监督管理部门长期受这个问题干扰，而没有明确表示反对，也因此感到羞愧。因为认股权发行费用列入成本是铁板钉钉的事，这就和固定资产折旧摊销一样，它的成本实际上在购置固定资产（认股权发行）时就已经产生了，如果仅仅为了以后账面上好看一些，就把它剔除在之外，既不合常理，更违反会计准则，甚至会失去社会公信力。

实际上，巴菲特在这里以认股权发行为例来说明，表明类似这样的情形在会计核算中是非常多见的。之所以把认股权发行拿出来举例，一方面是这个问题比较容易说清楚，普通读者容易听得懂；另一方面也是因为这个问题事关重大，不但数额巨大，而且牵涉到有关会计准则的根基等一系列问题。作为一个有影响力的人物，他不得不挺身而出，旗帜鲜明地表明自己的观点。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注相关成本费用是否都纳入了本期核算。这对一个非会计专业人士来说虽然要求高了一点，但却是必需的，因为这会从根本上影响该公司经营业绩是否真实可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看公司管理费用是否过高

企业界许多重要人物对于美国政府的开销颇有微词，指责官僚体系在支出上无法将纳税人的钱视为自己的钱一样有所节制。不过，有时这些企业高层在公司的财务上也会因为钱并不由自己口袋拿出来，而展现出不同的行为模式。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注公司管理费用是否过高。道理很简单，过高的管理费用必然会侵蚀正常利润，这实际上是对投资者利益的一种侵害。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中说，企业界许多重要人物对美国政府的费用开支颇有看法，指出这种官僚体系在费用支出上没有把纳税人的钱当做自己的钱一样来珍惜。可是另一方面，有时候这些企业高层在公司财务上自己也会这样做，因为钱不用从自己的口袋里掏出来，所以就表现出不同的行为模式来，即费用支出过高。

当然，在这些公司高层中并不包括巴菲特这样的厉行节约者。他举例说，2006年伯克希尔公司向美国政府申报的所有文件页数高达9386页，这些文件的处理以及其他相关业务的办理，包括向美国州政府、外国政府的税务申报、美国证券监管部门要求限期完成的许多报表，以及所有与伯克希尔公司营运相关的各种事项，都是由伯克希尔公司全球总部的19个人完成的。

与此相对比的是，2006年伯克希尔公司向美国联邦政府交纳的所得税金额高达44亿美元，可以应付整个美国政府机构社会福利、国民保健、国防开支等在内的所有成本一半以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而伯克希尔公司全球总部的办公场所占地面积只有9708平方英尺（相当于900平方米。1平方英尺 = 0.0929平方米），查理·芒格所在的洛杉矶美国西部全球总部占地面积更是只有655平方英尺（相当于60平方米）。当年伯克希尔公司花费在这两个办公地点的所有开支包括员工福利、房租费用等在内为353万美元，平均每人只有18.58万美元，可见费用节省到了何等地步。

巴菲特的言外之意是说，这种费用节省一方面是他和伯克希尔公司的一贯作风，另一方面也是公司股东的福音。因为作为公司首席执行官和大股东的他来说，如果费用开支大一点别人也无话可说，可是他之所以如此吝啬，还不是为了整个公司业绩吗？毕竟，这区区几百万美元，实际上只相当于某家全球大公司某一位高层管理人员的年薪。

巴菲特曾经说，他之所以会取代比尔·盖茨成为全球首富，关键是他比比尔·盖茨“更节省”。这虽然是一句玩笑，可是却多少也能从中反映出他的费用节省观念来。

巴菲特曾经以他身边的一则小故事为例，来说明上市公司高层管理人员是如何不把公司的钱当钱用的。

那是20世纪80年代，他在所罗门投资银行担任董事。为了给该公司高层管理人员提供方便，公司专门聘请了一位理发师每个星期上门服务，同时还有一位专门负责修剪指甲的人，费用当然由公司出了。由于有这种单位“福利”，该公司一位高层管理人员（不是首席执行官）每个星期都要去那里报到，“不用白不用，用了也白用”。

后来公司为了节省开支，提出所有前往接受理发、修剪指甲的人费用自己负担，这样一来，这位高层管理人员虽然也经常去那里报到，可是时间间隔却改成了三个星期一次，而不是每星期一次了。

根据巴菲特的阅历，他在这方面对人性洞察得很透。他介绍说，他就是根据这一点收购了一家企业。巴菲特在这里所说的是蓝筹邮票公司。那是1970年，伯克希尔公司收购了一家蓝筹邮票公司，该公司的主要业务是为顾客提供各商家的优惠购物券。由于人性的弱点是“贪小便宜”，所以凡是打折出售的商品，在哪里都是受欢迎的，美国人也不例外，直至发展到一些特种行业如殡仪馆也在使用这种优惠兑换券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，巴菲特认为自己找到了一种稳赚不赔的生意。

当时蓝筹邮票公司的商品目录页码多达116页，翻开一看到处是消费者十分喜爱的兑换商品，票面金额高达600亿美元，兑换点在美国加利福尼亚州到处可见，公司年销售额高达1.26亿美元。

但是，自从该公司被伯克希尔公司购并后却马上开始走下坡路，1980年的销售额只有1940万美元，1990年时更是只剩下150万美元，2006年的数额是2.59万美元，简直可以“忽略不计”。此是后话。

从中可以看出，无论个人还是企业都应当厉行节约。公司赚到的钱不一定是利润（还要扣除费用、税金），可是节约下来的钱一定是利润。在阅读财务年报时，读者有必要关注该企业的费用，看它的盈利能力。

正是因为巴菲特有这样的勤俭节约观念，所以在他担任伯克希尔公司以外的其他19家上市公司的董事时，几乎所有上市公司的酬薪委员会都对他唯恐躲之不及。之所以说“几乎所有”，是其中只有一家上市公司酬薪委员会邀请他担任委员，而即使这样，在大多数关键性决策上，每当他提出节省高层管理人员工资费用等建议时也会立刻遭到否决。

巴菲特感叹道，在伯克希尔公司，他是酬薪委员会的唯一成员。意思是说，在伯克希尔公司旗下的40家重要企业中，所有首席执行官的酬薪和奖励方案都是他一个人说了算，而他在这方面几乎没占用什么时间。

接下来的问题是，巴菲特的这种“小气”是不是影响到了事业发展呢？没有，完全没有。一个充分而有力的证据是，伯克希尔公司经营42年来从来没有一位首席执行官跳槽。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司高层管理人员的酬薪标准是否过高，因为这会在某种程度上侵犯股东利益。虽然这是上市公司中的一种普遍做法，但却是值得投资者用脚投票的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本核算是积极还是保守

不论如何，我们还是继续完成这次练习。由于去年我们没有遇到什么重大的灾难，所以实在有必要将账面盈余向下调整，以算出正常合理的承保绩效。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本核算是偏向于积极还是偏向于保守，这会有助于投资者了解该公司的经营业绩是否有水分，或者说是否有埋伏，便于更好地分析判断该公司的内在价值究竟有多少。

巴菲特在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司有两项有利因素使得财务年报数字特别好看，投资回报率超过当年标准·普尔500指数32.1个百分点。具体地说：一是当年没有发生什么重大自然灾害，从而包括伯克希尔公司在内的所有保险公司比正常年份赚得更多；二是当年的美国债券市场特别有助于伯克希尔公司金融产品部门策划运作，而这样的好事并不是常有的。

无论如何，伯克希尔公司还是要继续完成这样的业务。因为这两项因素的存在使得伯克希尔公司取得了优良（巴菲特称之为“有点反常”）的经营业绩，所以为了保守起见，伯克希尔公司实在有必要将账面利润向下进行调整，从而得出比较正常合理的承保业绩来。

这里容易看出，面对优良的经营业绩，巴菲特采取的措施是坦诚相告，而不是像绝大多数上市公司那样宣称是因为“经营有方”；而一旦遇到业绩不良的年份时，就总是千方百计强调各种客观原因。这不但经常出现在上市公司的各种总结中，而且可以说贯穿于所有官僚体系中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特提醒大家说，当某一年飓风、地震以及其他非人为灾害频繁发生时，许多保险公司往往会声明“如果”没有发生什么什么灾害，该公司的经营业绩可以达到什么样的预期目标。意思好像说该公司之所以没有达到原有的经营目标，都是这些自然灾害给害的。

但在巴菲特看来，这样的理由实在牵强附会，“根本就是一派胡言”。究其原因在于，各种各样的特殊灾害对于保险公司来说是司空见惯的，如果不是这样，客户还要投保干什么呢？所以，在这种情况下没有实现原来的经营业绩，责任完全是公司的，不能推到自然灾害头上，更不能转嫁给公司股东来承担。

正因如此，当2002年宏观环境一切比较顺利、伯克希尔公司取得了骄人业绩的时候，巴菲特提出账面利润向下调整的必要，就是给投资者以这样一个信息：利润中有一部分数字是“老天帮忙”得到的，而不是公司管理层“经营有方”造成的。所以，以后遇到自然灾害频发的年份，经营业绩可就不会这么好了，大家要有心理准备。

那么，由于这一因素的存在，伯克希尔公司当年究竟应该向下调整多大的数额呢？巴菲特说，在扣除了这几项有利的短暂因素后，伯克希尔公司当年实现的税前利润应该比账面减少约5亿美元。

与巴菲特进行这样的调整相比，其他上市公司的通常做法是盈利水平“多多益善”。也正因如此，读者很难从这样的财务年报中获得真实信息，具体地说就是这些经营业绩中究竟有多少是自然增长的、有多少是通过该公司上下努力得到的，还有多少是因为这个年份的特殊环境影响所造成的，不得而知。如果都能进行这样的分析比较，投资者阅读财务年报时就要方便得多了。

这种在成本核算方面的积极保守态度，用中国人过去熟悉的话说就叫“宁左毋右”。宁左毋右这一说法最早出现在20世纪60年代中国的“文化大革命”时期，意思是说，许多人做事情或发表观点时都害怕被别人说是犯“右倾主义”或“右倾思想”错误。这样一来，无论是做事情还是发表观点时，都宁左毋右。这里的“左”，表示自己是激进的、是革命的；而这里的“右”则相反，表示自己是落后的、不革命甚至是反革命的。这在当时是一种普遍流行的明哲保身做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而在上市公司财务年报中，宁左毋右则表明该公司的成本核算是比较积极的，表明应该计入成本费用的项目都包括在内了，没有遗漏或少计部分。这样做的结果是，这时候反映在财务年报中的经营业绩数据是真实可信的，甚至还是比较保守的或者是有埋伏的，实际经营业绩比这个数字要好，甚至会好得多。

这一观点反映在会计假设中，就是著名的“谨慎性原则”。意思是说，当有些成本费用或有或无不确定时，这时候应当尽量把这些成本费用计算在内，至少是不能故意遗漏或少计，以确保核算结果的真实可靠。

谨慎性原则也叫审慎原则、稳健性原则、稳健主义等。因为在会计核算环境中存在着诸多不确定因素和风险，这时候要充分运用比较谨慎的职业判断、稳妥的会计方法进行核算，充分预计可能存在的负债、损失和费用，尽量少计或不计可能会有的资产和收益，以免财务年报中反映的会计数据让报表使用者盲目乐观。

谨慎性原则是在保守主义基础上发展起来的，但又和保守主义不一样。其主要区别在于，保守主义会确认一切可能发生的损失，但又会尽量避免预计任何可能得到的收益，这样就必然会造成信息误导。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特提醒说，上市公司年报中有许多是“拟制性盈余”，其主要特征是经营业绩从来不会低于注册会计师审核过的数据。在伯克希尔公司，这种经营业绩远远高于会计师审核数据的情形就非常少见。

降低成本有没有做到努力

不过对于世界百科全书来说，这可不是一件简单的事，尽管如今它们是全美仅存的以直销方式销售百科全书的业者（大英百科全书在去年退出了这个市场），不过它的销售数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是呈现下滑状态。另外，世界百科全书还投入了大笔经费在CD版的新产品上，但其效益至少要等到1997年初与IBM的合作正式展开后才有可能显现。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在降低成本费用方面有没有尽到努力。这不仅是一种态度和水平问题，更是涉及到全体股东利益的问题，与每一位投资者（股东）都有着密切联系。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司旗下的水牛城新闻报公司、鞋类事业、世界百科全书公司等经营业绩都有大幅度上升。不过这对于世界百科全书来说可不是一件简单的事，要知道，在大英百科全书公司退出这个市场后，它是美国硕果仅存的通过直销渠道销售百科全书的经营者，销售数量仍然呈下滑趋势。除此以外，世界百科全书公司还投入大笔经费用于CD版新产品的开发和推广，但其效益至少要等到1997年初才有可能得到显现。

巴菲特的意思是说，世界百科全书公司在销量下滑、渠道费用增加等种种不利因素下，之所以能提高经营业绩，主要靠的还是通过销售方式改革来降低总部运营成本，确保自身能够在激烈的市场竞争中生存下去。如果不是通过彻底降低固定成本的办法，该公司的经营利润就可能会消失殆尽。

与此相反的是，巴菲特以前一直赞赏的珠宝事业当年的经营业绩却有大幅度下滑。波仙珠宝公司的表现还可以，赫尔兹伯格（Helzberg）钻石公司的利润就出现了大幅度下降，究其原因在于当销售收入徘徊不前时，每个销售网点的平均费用持续增加，就必然会侵蚀到利润。

应该说，成本费用策略作为一种商业机密，普通投资者很难从财务年报中看出来。财务年报中反映的成本费用，只能表现为一个个具体数据。而巴菲特作为首席执行官和业内人士，对这方面就了如指掌了。

所以，巴菲特在具体设计伯克希尔公司及其旗下子公司经营管理层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的奖励方案时，就会充分考虑到这一点。伯克希尔公司旗下子公司有六七十个，这些奖励方案全靠巴菲特一个人定夺，这在其他上市公司中简直是不可能完成的事，但巴菲特就有这个本事。他的原则是：根据子公司经营管理层负责这个项目的经济潜力和资本密集程度尽量简单化，同时保持横向平衡。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在采取奖励措施时，并不希望经理人产生投机心理，以为能够轻轻松松地得到与经营业绩表现无关的报酬。如果一位经理人尽到了努力，最终由于其他因素的影响经营业绩不尽如人意，他也应该得到应得的报酬；相反，如果一位经理人没有尽到努力，却由于某种因素的影响经营业绩非常好，让伯克希尔公司大展宏图，他也不该从中得到任何好处。

他举例说，伯克希尔公司当时持有610亿美元的股权投资，所以伯克希尔公司的内在价值在任何一年里如果上升或下降10%是轻而易举的，也是完全正常的。而这10%就是60亿美元，无论这60亿美元对公司股东的重要性如何，在他看来，为什么要把这些明星经理人的收入和这60亿美元、而不是他们的自身努力紧密联系在一起呢？

应该说，巴菲特这种把业绩考核与每个人的自身努力紧密挂钩的做法，是很人性化的，也是非常合情合理的。只不过，如果这种考核没有了明确的指标挂钩，在中国上市公司中就很可能会出现业绩好了奖励会增加、业绩下滑了会出现各种托词减轻处罚的结果。那么，巴菲特为什么就能做到这一点呢？

巴菲特在伯克希尔公司1979年年报致股东的一封信中，早就透露了这个秘密。他说，伯克希尔公司的财务决策一向是属于中央集权，并且决策权集中于最高当局（实际上就是巴菲特本人，只不过他没有这样明说罢了）。可是在具体经营方面，他完全授予公司管理层或具体项目负责人充分的自主权。当时的伯克希尔公司总部只有12个人，这种扁平化组织结构能够大幅度降低成本，并且缩短决策过程。更重要的是，伯克希尔公司拥有一大批明星经理人在工作，他们能够像经营自己的事业那样尽情发挥，所以他们的表现远远超出了巴菲特的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期。

从中容易看出，一家上市公司能不能在降低成本费用方面尽到最大努力，最关键的恐怕不在于考核措施是否到位，而在于公司管理层是否真正尽心尽职。伯克希尔公司及其旗下子公司之所以能做到这一点，最关键的还是巴菲特给各位明星经理人树立了一个好榜样，在这种以身作则榜样的影响下，各明星经理人都像经营自己的事业那样对待工作，当然就会确保事业蒸蒸日上了。

巴菲特在伯克希尔公司1985年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的资本城公司，投资35亿美元购并美国广播公司，虽然在几年内都看不到效益，但他心里一点也不着急。他的解释是，就算是你的才华与努力具备也是需要时间来“发酵”的。他幽默地说，就算你能让9个女人同时怀孕，也不可能让这些孩子在一个月里就生出来。

由此可见，降低成本费用关键还取决于管理层的指导思想如何。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在降低成本费用方面有没有尽到努力。虽然单纯从财务年报中很难看出这一点，但可以从中察觉到蛛丝马迹。在他看来，尽到努力比实际结果更重要。

特别注意账外潜在成本

这个公式（Black-Scholes公式）蕴含了传统的智慧，任何我可能提出的替代品都会引起极端的质疑。这个很好理解：保守主义方面，那些建造自己的繁琐金融工具估价模型的CEO很少犯错误。我和查理都没有欲望加入乐观主义的行列。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本费用，其中特别有一点是要关注该公司有没有账外潜在成本，以及数额大小。因为这种潜在成本不在账面上，所以仅仅看会计数据看不出来，但可以通过该公司的经营业务内容和会计核算方法做出大致判断。

巴菲特在伯克希尔公司 2008 年年报致股东的一封信中说，Black-Scholes 公式在金融界有着近乎神圣的地位，伯克希尔公司也是用它在财务年报中对卖出股票的期权进行定价的，以后也会这样做。

不过，这个计算公式虽然蕴含了传统智慧，但也有许多问题。从比较保守的角度考虑，那些发明繁琐金融工具估价模型的首席执行官好像很少犯错误似的，但他和查理·芒格却不想加入这种乐观主义行列。

巴菲特在这里所指的 Black-Scholes 公式，中文称为期权定价模型，英文缩写为 OPM，最早是由两位美国科学家 F. Black 和 M. Scholes 在 1973 年提出来的。该模型对于解决期权价值评估这种特殊无形资产具有重要价值。正因如此，该公式的两位发明者获得了 1997 年诺贝尔经济学奖。

巴菲特的意思是说，如果上市公司要用到 Black-Scholes 公式，就表明该公司业务中含有股票期权等金融衍生产品业务。而这种金融衍生产品很危险，它们会急剧增加并放大金融系统中的杠杆和风险，从而使得投资者几乎不可能理解和分析商业银行和投资银行行为。

本书读者要注意的是，巴菲特是在 2008 年年报中重点谈到这个问题的。虽然在此以前他也谈过金融衍生产品问题，但却没有这么集中而深刻。当时的背景是，2008 年初美国开始爆发次贷危机，并且于当年末升级为全球性金融危机。伯克希尔公司受此连累，投资业绩大幅度下降，当年伯克希尔 A 类股票的每股价值从 90343 美元下跌到 77793 美元，B 类股票每股价值从 4093 美元下跌到 3921 美元；伯克希尔公司的股票价格从年初的每股 14.16 万美元下跌到年末的 9.66 万美元，跌幅达 32%，是 1976 年以来最大的，只不过仍然低于标准·普尔 500 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌幅罢了。

在巴菲特看来，这次金融危机给几乎所有上市公司造成了重创，并且给几乎所有上市公司造成了潜在账外损失，只不过有的已经在财务年报上得到了反映，有的还没有来得及反映或者只反映了其中一部分。

巴菲特说，2008 年爆发的金融危机实际上说明某些大金融机构的首席执行官们，其实并没有能力管理这种庞大的金融衍生产品业务。他自责说，即使他和查理·芒格也没这个能力。

巴菲特之所以这样说，是因为早在 1998 年，伯克希尔公司就购并了通用再保险公司。当时他就知道通用再保险公司保单规模达 23218 份、884 个客户的金融衍生产品风险是无法避免的，因为其中有许多内容他们连听都没听说过，更不知道如何操作了。就这样，他们最终选择了退出，但这个过程的时间跨度超过 5 年、损失超过 40 亿美元。

不过现在回过头来看，当时做出这个决定还是明智的，因为当时的整个金融市场还算是良性的。如果放到现在，损失会更大。

巴菲特提醒说，上市公司的账外潜在成本是和“透明度”紧密联系在一起的。如果某项经营业务如金融衍生产品业务缺乏透明度，就必然会存在着这种潜在风险所导致的潜在成本。而据他所知，从来就没有看到过任何一份报告是描述或衡量金融衍生产品组合风险的。他开玩笑说，当他看到一些上市公司的公开资料中涉及金融衍生产品时，就知道自己无法理解它们的投资组合到底是干什么的，然后就要赶快回去吃几片阿斯匹林镇镇痛、退退热了。

为什么说金融衍生产品会存在潜在风险和潜在成本呢？巴菲特介绍说，正常的股票、债券交易都应该在几天里就完成，一方得到了钱，另一方得到了证券。交易完成后，交易双方的违约风险就消失了。这里成功的关键在于快速结算，这是保持证券市场完整性的关键。这也是为什么美国纽约交易市场和纳斯达克交易市场 1995 年要把结算周期从 5 天缩短到 3 天的原因。

可是金融衍生产品的特点恰恰与此相反，这种交易通常在几年甚至几十年时间里都不进行结算，反而要向对方提出一系列要求。这样，每年反映在财务年报资产和负债表中的相当一部分内容，实际上都是非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以量化的“纸”资产和“纸”负债。

千万不要以为这些交易因为没有完成就没有风险，恰恰相反，即使发生交易的对方（大型金融机构）是安全可靠的，也不能保证你的资产和负债就也是安全可靠的。因为对方（大型金融机构）与它的客户之间有着高度依赖的业务网络，财务杠杆比率很高。

这种高度依赖的业务网络，本来是有正面作用的，即在对方遇到麻烦时可以让别人来分担风险、获得政府救助。可是这种业务网络同样也会传染麻烦，当一家公司发生倒闭时会连带其他公司像多米诺骨牌一样倒下。说句不好听的话，对方就像是一位艾滋病人，用一句美国话来说就是：“重要的不仅仅是你和谁睡，还有他们和谁睡。”意思是说，如果“他们”和别人睡因此染上了艾滋病，那么你就也危险了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时有必要关注该公司是不是有账外潜在成本没有计算在内。当你觉得该公司业务中有你看不懂的地方时，就应当想到这一点。他以金融衍生产品为例，强调了他的这种观点。

成本高低要看具体数据

保险业营运综合比率代表保险公司的总成本（理赔损失加上费用）占保费收入的比例，比率在100以上代表有承保的损失，在100以下则代表有承保的获利。综合比率代表的是保险公司的总成本（损失加上费用）占保费收入的比率，100以下代表会有承销利益，100以上代表会有承销损失。若把持有保费收入浮存金（扣除股东权益部分所产生的盈余）所产生的投资收益列入考量，损益两平的范围大概是在107～111之间。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本高低，这种成本高低除了凭借专业水准和“感觉”判断外，还必须依据具体数据来认定。总体来说，对于内行的人来说主要应当看相关数据，对于外行的人来说当然只能主要“凭感觉”了；对于有些业务来说，会有相关数据供参考，而对于另一些业务来说就只能进行定性判断了。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，保险业务的营运综合比率代表的是保险公司的总成本占保费收入的比率。这里的总成本包括保险理赔损失和费用两部分。这个综合比率如果在100以上，则表示有承保损失，在100以下则表示有获利；综合比率如果在100以下，则表示有承销利益，在100以上则表示有承销损失。如果把保险浮存金所产生的投资收益也考虑在内，这个比率的盈亏平衡点应该在107～111之间。

在这里，巴菲特详细介绍了衡量保险业务成本高低的具体指标，听起来好像在说绕口令，其实很容易理解——保险业务的运营总成本包括这样两部分：一部分是保险业务发生后必须支出的成本和费用包括税金，另一部分是一旦发生承保损失，保险公司需要理赔给客户的那部分支出，如果不发生承保损失保险公司就不需要付出这笔成本。这样两部分加起来，就构成了保险业务总成本。

而这笔保险业务总成本与保费收入相比，如果大于100（实际上是100%，下同），就表明支出大于收入，这时候对于保险公司来说就会有“承销损失”，而对于参加保险的投保客户来说就会有“承保获利”；与此相反，如果这个比率小于100，就表明这时候的保险业务总成本小于收入，这时对于保险公司来说就会有“承销利益”，对于参加保险的投保客户来说就形成了“承保损失”。

众所周知，保险业务过程中是会产生保险浮存金的，伯克希尔公司之所以热衷于开展保险业务，就是因为巴菲特发现了这个秘密，并且擅长于把这些巨额浮存金用于再投资，从而取得了惊人的投资业绩。所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在谈到保险业务的成本费用时，决不能撇开浮存金避而不谈。巴菲特介绍说，如果考虑浮存金因素在内，这时候的盈亏平衡点就不是 100 了，而是要放在 107～111 之间。

应该说，阅读财务年报时如果能很清楚地了解这一规律，就比较容易看出该保险公司与同行相比的盈利额大小，以及利润来源、今后的利润增长点在哪里。相反，如果根本不知道有这样的秘密，阅读财务年报时就不会运用这种方法来分析，从而就不利于判断该公司的内在价值究竟是高是低。

巴菲特总结说，从伯克希尔公司过去 25 年来的情况看，每年的保险业务总成本增加比率都在 11% 左右，这表明，今后几年的保费收入年增长率如果达不到这个水平，也就意味着伯克希尔公司在保险业务运作上的利润将会减少。

巴菲特的意思是说，投资者可以根据这样的规律来对照伯克希尔公司以及其他保险公司的业绩增长速度是否“正常”。因为通常来说，在经济形势不好时保险公司往往会把损失暂时隐藏起来，从而不致于让财务年报过于难看。

例如，如果某一年某保险公司的保费收入与上年持平，那么当年的业绩增长速度实际上就要比上年减缓 11% 左右。如果你现在看到的业绩下降幅度并不是 11%，例如只下降 5%，这时候就应该会联想到该公司是不是隐藏了部分损失？如果更进一步，当年的业绩不但没有下降而且还有大幅度上升，那么这时候你就要看是什么因素促使业绩大幅度增长的？阅读财务年报时，就是要分析到这一步才行。

有人会说，既然保险业务的总成本每年都在增长，那么能不能通过提高保费标准来提高保费收入呢？

巴菲特说，这种情况不是不可以，但只有在整个保险行业同时提高保费标准时才有可行性，而这一点只有在几乎所有保险公司都承受不了巨额承保损失时，才可能促使这些公司管理层大幅度提高保费。如果真的有这一天来临，那么伯克希尔公司一定会提前做好准备，因为这意味着其他保险公司又要纷纷“交钱”给伯克希尔公司了。

巴菲特的意思是说，因为这时候的伯克希尔公司凭借强大的财务实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，正准备开展真正超大型的意外灾害保险（霹雳猫再保险）业务。既然整个保险行业形势恶劣到了这个地步，那么它们就会纷纷投奔伯克希尔公司，这对伯克希尔公司的保费增长是有极大好处的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，财务年报中的有些成本费用数据是有具体标准的，当然这些标准在不同行业是不同的。他以保险行业为例，具体说明了这一点。对于普通投资者来说，最重要的是要了解这些常规。

成本过高有时候也有优势

要维持高等级的安全服务水平，其代价肯定相当高昂，这种情况在9·11 事件发生之后更是如此。不过不论成本有多高，我们还是努力在这些方面成为产业趋势的领导者。对于服务丝毫不打折扣的坚持，早已深植在该公司总裁兼飞机部分所有权创始人 Rich Santulli 的基因里头。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的成本费用高低，但必须注意的是，有时候成本过高也有优势，这就是通常大家所说的“好货不便宜，便宜没好货。”这时候相对较高的成本费用投入，就可能表明该公司提供的产品和服务水平较高，甚至是第一流的。

巴菲特在伯克希尔公司 2001 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的企业主管飞行公司要维持高等级的安全服务水平，就必须付出相当高昂的代价。这种情况尤其在2001 年“9·11”恐怖袭击事件爆发后就更是如此。无论在安全方面的成本投入多高，企业主管飞行公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司都要努力成为这个行业的领导者。这种对于服务质量方面的要求，已经深深根植于该公司创始人 Rich Santulli 脑海中。

巴菲特说，无论从伯克希尔公司的利益出发，还是从他个人角度来看，他对埃德·科洛德尼在安全成本方面投入的这种执著都感到相当高兴。从公司角度看，由于企业主管飞行公司在安全方面抓得紧，所以可以确保安全无虞，这样赚到的每一分钱都可以放心地落入口袋，不至于担心什么时候要作为赔偿付出去。而作为个人来说，整个巴菲特家族是企业主管飞行公司的最大客户，使用该公司的飞行业务非常频繁。他举例说，2001 年巴菲特家族在该公司购买的飞行总时数超过 800 小时，而这种乘坐服务完全和普通客户没有两样。也就是说，该公司的飞行安全越有保障，对巴菲特家族的飞行安全也越有利。

巴菲特在伯克希尔公司2000 年年报致股东的一封信中提到，当年伯克希尔公司投资了 2.72 亿美元购买飞行仿真器，2001 年在这方面的投入大抵相当。之所以要有如此大的投入，目的就是为了确保飞行安全、维持原有竞争优势。对于企业主管飞行公司来说，以后的发展前景值得期待，所以企业要想有长期发展，在这方面的投入就不能减少和马虎。

巴菲特的意思是说，企业主管飞行公司之所以在全球拥有如此强大的竞争力，秘诀之一就在于它舍得在这方面投入巨额成本；而这种巨额成本的投入，已经让企业主管飞行公司和伯克希尔公司乃至巴菲特家族尝到了甜头，那就是让大家在这方面可以确保高枕无忧，再也不用为这些行业中最令人担惊受怕的安全问题感到担忧。

巴菲特说，企业主管飞行公司 1999 年每个月的固定管理费用增长率达到 46%，2000 年每个月的增长幅度达到 49%。成本费用增长得如此迅速，反过来表明这个行业的毛利率并不高，因此，能够在激烈的竞争中生存下来的同行并不多。而企业主管飞行公司虽然在这方面独立潮头，可是由于相当一部分利润要用在开展欧洲业务上，所以从中得到的投资回报率依然是不高的。

巴菲特的意思是说，企业主管飞行公司目前来看的投资回报率虽然并不高，可是在安全方面的成本投入依然不减。他的原话是，无论在这方面的成本投入有多高，只要是为安全角度考虑，企业主管飞行公司都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会愿意不惜血本投入，并且在任何情况下都会坚持这项政策。

也许有些读者看到巴菲特这样夸夸其谈，会认为他是在唱高调。想一想也是，有多少上市公司在股票上市时不是对企业发展前景特别看好，让股东们感到欢欣鼓舞甚至热血沸腾呢？可是没过几年就会陷入这样一条轨迹：经济效益越来越差，几年没有红利分配，然后发生亏损，一连多年 ST，然后空剩一个壳资源拍卖出去，再以资产重组股的概念在股市中亮相，炒作一番之后再进入下一个循环。

而巴菲特的高明之处在于，他不但不用欺骗投资者（股东），而且还总是比较低调甚至劝说投资者（股东）“谨防投资风险”，告诫他们伯克希尔公司“明年的投资业绩不会有这么好”，诸如此类等等。

除此以外，巴菲特的讲话非常实事求是，让人听了不但可信，而且会会心一笑。例如他在谈到企业主管飞行公司不惜血本投入巨额成本时，虽然也提到这是确保企业竞争力的需要，但并不在这方面过多渲染，而是马上话锋一转说，这也是为了他个人和整个巴菲特家族的需要。

他说，这项决策当然会掺杂个人因素在内，包括他本人、妻子、孩子、姐妹、94 岁高龄的阿姨，以及伯克希尔公司的所有董事（只有一位除外），另外还有伯克希尔公司旗下的其他 9 位主要经理人都是企业主管飞行公司的常客，这样一来，该公司的飞行安全问题不抓紧能行吗！

应该说，巴菲特这样的解释合情合理，非常令人信服，而这也可以看做是他为企业主管飞行公司做的一个广告，那就是该公司的飞行安全完全可以放心，为此减少利润、增加成本投入是非常值得的。

他特别介绍说，企业主管飞行公司为了确保飞行安全，每位飞行员全年的飞行训练时间平均长达 23 天，全年飞行时数平均维持在 800 小时以上，以强化原有的飞行技巧。同时，每位飞行员都固定只飞一种机型，从而有效避免对机型不熟可能存在的安全隐患。真是想得太周到了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时当然要关注该公司的成本费用高低，但与此同时还必须关注这些成本费用为什么而高？像企业主管飞行公司那样，用在安全、维护、训练方面的成本投入再多也不为过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

公司是否在回购股票

回购股票的本质也是买股票

凯瑟琳·格雷厄姆（Kay Graham）是华盛顿邮报的总裁。她具有无比的智慧与勇气，除了拥有极佳的管理才能将公司内在价值进一步提升外，更大手笔地以便宜价格大量买回公司股份。与此同时，投资人开始看到公司特殊的竞争优势，而使得公司股价回升到合理价位。所以我们经历了三重享受：一来公司本身的价值提升；二来每股所代表的价值因公司实施库藏股又增加；三来随着折价幅度逐渐缩小，股价的表现超越了公司实际价值的表现。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是否在回购股票。道理很简单，如果这家公司在回购自己的股票，就可能表明这是一只好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。虽然这并不绝对，但可以作为一个参考。

巴菲特在伯克希尔公司1985年年报致股东的一封信中说，华盛顿邮报公司总裁凯瑟琳·格雷厄姆具有非常高超的管理才能，在把公司内在价值得到进一步提升的同时，更是大手笔地通过便宜的价格大量回购股票。而与此同时，投资者也开始看到该公司具有的特殊竞争优势，所以股票价格慢慢回升到合理价位。这样一来，华盛顿邮报公司就同时得到了这样三种好处：一是公司本身经营业绩得到改善、内在价值得到提高；二是由于回购股份使得总股数减少了，这样就使得每股价值有所增加；三是股价的表现超越了公司实际价值的表现。

巴菲特在这里所提到的华盛顿邮报公司及其总裁凯瑟琳·格雷厄姆女士回购股票一事，实际上最早是他自己提出来的，只不过这条意见最终得到凯瑟琳·格雷厄姆的采纳罢了。

众所周知，巴菲特小时候就做过华盛顿邮报的报童，在课余时间投递华盛顿邮报而勤工俭学。再加上家族因素（巴菲特的父亲霍华德·巴菲特也是从小就当报童，在大学里学的是新闻专业，并且参加过校报《内布拉斯加日报》的采编工作，先后担任体育记者和编辑），所以巴菲特从小就对媒体情有独钟。他自己曾经说过，如果他不是从事现在这项投资工作，很可能会去当记者，并且一定会成为一名著名记者。

正是因为巴菲特有这种媒体情结，所以当其他人对媒体股票价格缺乏应有判断力时，巴菲特在这方面却很内行，曾经多次买进卖出媒体股票。1971年时，他希望把自己拥有的《纽约人》杂志股票卖掉，并且认为最合适的买主就是华盛顿邮报公司，所以他找到一位朋友，要求为他引见凯瑟琳·格雷厄姆。可是，后者对此根本不感兴趣。而这时候的华盛顿邮报公司在宏观股市暴跌的背景下，已经凸现出诱人的投资价值来。

一般认为，一家经营良好的媒体公司的出售价格应该是该公司年销售额的2.5倍，而1973年华盛顿邮报公司的股价已经从每股6.5美元下跌到4美元（折算后），巴菲特立刻买入了1060万美元股票，占华盛顿邮报公司全部B股的12%。这表明，巴菲特用每股内在价值四分之一的价格就买到了该股票，这让他欣喜不已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，华盛顿邮报公司的股票价格继续下跌，巴菲特手中买入的这些股票到1974年末时市值只剩下800万美元。但他凭借这些股票，顺利地在华盛顿邮报公司当上了董事，并且负责财务委员会工作。这时候的凯瑟琳·格雷厄姆对此耿耿于怀，她非常担心巴菲特会继续大量购买该股票，从而喧宾夺主。而巴菲特呢，一再表示自己绝无此意，要求凯瑟琳·格雷厄姆高枕无忧好了（实际上，这时候凯瑟琳·格雷厄姆拥有的股票完全能够控股该公司）。事实上，巴菲特认为凯瑟琳·格雷厄姆是经营华盛顿邮报公司的最佳人选，以后的历史也表明，伯克希尔公司收购其他股票后，也从来不会另外委派明星经理人的。

在华盛顿邮报公司董事会内，巴菲特发挥了重要作用，其中最突出的作用是他反复建议凯瑟琳·格雷厄姆回购股票，并最终被采纳。

所谓回购股票，也叫股票回购，是指上市公司从股票市场上买回该公司自己发行在外的股票。这些股票买入后有两种处理方式：一是作为“库藏股”保留下来，仍然属于发行在外的股票，但不能参与每股收益的计算和分配，这种情况占大多数；二是被注销，也就是说这些股票从此以后就“没有”了。关于这一点，读者可以从上市公司财务年报中有没有“库藏股”这个科目上看出来。不过中国法律规定，回购股票后必须注销，所以即使某公司回购了自己的股票，在财务年报上也不可能存在该科目。

从1975年开始到1992年，华盛顿邮报公司一共回购了发行在外的43%的股票，平均每股价格60美元。到2000年止，回购股票的比率高达50%。这就是说，这时候该公司股东所拥有的股票价值，已经达到实际资产的2倍（因为总股数已经压缩了一半）。而每股60美元的代价有多高呢？只相当于该股票后来每股价格的十分之一！

那么，巴菲特当时为什么会想到回购股票这一招呢？要知道，股票回购在今天看来已经司空见惯，可是在当时还基本上没人想到是怎么回事，更没有人敢用这一招，这可以说是他的一个独到之见。

其实，巴菲特也不是神仙，他只不过把回购股票看做是又一次股票买入罢了，只是这里买入的股票是本公司发行在外的股票而已。可是这又有什么奇怪的呢？要知道，既然华盛顿邮报公司的股票价格只有实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值的1/4，这种股票回购就是非常合算的。

古人说："外举不避仇，内举不避亲。"从某个角度看，这种股票回购当然也可以看做是另一种"内举不避亲"了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是不是在回购股票。如果该公司在回购股票，那么就能从某个角度说明，至少在这家上市公司看来，该公司的股票在整个股市中还是比较有投资价值的。

回购股票与派发红利有点像

GEICO的特别股利系由于该公司自我们及其他股东手中买回自家股票，经过买回后我们持有的股权比例仍维持不变，整个买回股权的过程其实等于是发放股利一样。不像个人，由于企业收到股利的实际联邦税率6.9%较资本利得税率28%低许多，故前者可让公司股东获得更多实质收益。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是否在回购股票。上市公司回购股票从某个角度看，与派发现金红利有相似之处。不但如此，它对投资者（股东）的作用甚至比直接派发现金更好、更实惠。

巴菲特在伯克希尔公司1983年年报致股东的一封信中说，由于股票回购的因素，伯克希尔公司虽然当年持有政府雇员保险公司的股票数量没有变化，可是这个过程实际上相当于给原有股东发放现金红利一样。与个人买卖股票不同的是，上市公司收到现金红利要缴纳的联邦税实际上只有6.9%，而股东个人收到现金红利要缴纳的资本利得税却要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高达28%，这样一对照，股票回购比直接发放现金红利对投资者（股东）显然会更实惠。

而对于伯克希尔公司来说，1983 年以来无论是通过这种股票回购所得到的实惠还是直接的现金红利，与伯克希尔公司按照控股比例应该分到的利润分配相比，数字实在是太小了。换句话说，如果按照伯克希尔公司投资政府雇员保险公司的比例，在伯克希尔公司财务年报上反映的盈利数字要大得多。不用说，后面这种核算方法才是真实的，也正因如此，投资者在阅读伯克希尔公司年报时就必须考虑到这一因素：内在价值比账面价值更高。

而当时伯克希尔公司旗下已经有好几家公司在回购股票，所以对于那些伯克希尔公司不具备控股权的投资项目，伯克希尔公司从中得到的现金红利要大大少于留在被投资对象财务年报上的未分配利润。虽然这些未分配利润同样也属于伯克希尔公司，可是投资者在阅读伯克希尔公司财务年报时是看不出来的。

这就是巴菲特所说的，伯克希尔公司内在价值的增长速度往往会超过股票价格增长速度，常常给他一种惊喜的原因之一。他的原话是，到现在为止，伯克希尔公司内在价值的情况比当初预期的还要好，总的来说最后所产生的市场价值比伯克希尔公司保留在账面上的每一元钱要高（意思是说，这些资金的价值增值了）。

例如，从 1983 年年末的情况看，伯克希尔公司和威斯科金融公司 80%的股权在 1984 年大约能收到 3900 万美元的现金股利，而保留在被投资项目账面上的未分配利润却要达到 6500 万美元，这就是中国人所说的“树枝大于树身”。

巴菲特的意思是说，读者在阅读伯克希尔公司财务年报时有必要考虑到这一因素，即因为不具备控股权的股权投资关系，根据会计准则规定，还有 6500 万美元的利润应该反映却没有反映在伯克希尔公司财务年报上，其中有相当一部分是因为回购股票所带来的。

巴菲特说，这种差异虽然对伯克希尔公司的内在价值没什么影响，从短期来看对伯克希尔公司股票价格的影响也不大，但从长期看，这种没有反映在财务年报上的未分配利润对公司内在价值的影响最终还是会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显现出来的。

不过对于读者来说，这种未分配利润由于没有反映在本公司财务年报上，所以如果不是十分了解该公司的经营内幕，说穿了，如果不是该公司的高层管理人员，恐怕很难有人会对此有全面而深入的了解。虽然从客观上说，这不会影响伯克希尔公司的内在价值，可是对投资者判断伯克希尔公司内在价值的影响还是显而易见的。

巴菲特认为，上市公司最重要的管理行为就是资金分配；同时，资金分配在很大程度上可以反映一家上市公司管理层的理性程度。如果该公司盈余的再投资收益率能够超过公司股权资本成本，那么这时候的正确方法就是把全部盈余进行再投资。否则，这种投资就是不理性的。

在一般情况下，如果上市公司产生的净现金流量，继续投资在本公司业务上只能获得平均收益率，甚至连平均收益率还达不到，那么这时候会面临以下三种选择：一是再投资于原有业务。不用说，这时候的这种投资越来越没有价值，并且会导致股票价格越来越低，甚至破产倒闭。二是购买成长型企业。但这种整合措施很可能会侵犯股东利益，所以巴菲特对这种做法的效果感到怀疑。三是分配给股东。巴菲特认为既然你没有能力获得高于平均水平的收益率，分配给股东是最明智的。

巴菲特特别指出，这种把净现金流量分配给股东也有两种选择：一是直接派发现金红利，二是回购股票。相对而言，回购股票比直接派发现金红利更好，并且这种好处是双重的——如果这时候的股票价格低于内在价值，那么这种回购行为会对剩下的股东特别有利；即使这时候的股票价格高于内在价值，这种行为也会让投资者看到该公司管理层是以股东利益最大化为目标的，从而被当做是一种利好消息，促使股票价格得到进一步上升，收到异曲同工之效。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，上市公司回购股票也是一种直接分配，从某种意义上说它和派发现金红利有点像，但对股东的好处比直接派发现金红利更大。究其原因在于，这会进一步增强投资者持有该股票的信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回购股票具有节税效应

如同去年我报告过的：（1）1983 年中 GEICO 宣布实施库藏股买回自家股票；（2）同时我们签署协议，同意 GEICO 自我们手中买回等比例的股份；（3）总结最后我们卖还给 GEICO 35 万股，并收到 2100 万现金，而我们在 GEICO 的持股比例则维持不变；（4）我们著名的律师事务所认可这整件交易为减资；（5）依税法我们只要缴交 6.9% 的集团企业间股利税；（6）最重要的是这 2100 万现金比我们未认列的未分配盈余少得多，故就实质性而言，我们将之视为股利的分配。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是否在回购股票。因为回购股票具有节税作用，所以它对股东的好处有其独特性。

巴菲特在伯克希尔公司 1984 年年报致股东的一封信中说，就像他上一年在伯克希尔公司财务年报中所提到的那样，1983 年伯克希尔公司旗下的政府雇员保险公司宣布回购股票，并且签署协议，同意从伯克希尔公司手中买回等比例的股票。所以到最后，伯克希尔公司一共向政府雇员保险公司出售 35 万股政府雇员保险公司的股票，收到现金 2100 万美元。而这样做的结果呢，能够确保伯克希尔公司在政府雇员保险公司中的持股比例保持不变。由于伯克希尔公司法律顾问认定这种交易为减资行为，所以按照税法规定，伯克希尔公司只要缴纳 6.9% 的集团企业股利税就行了，而不是派发现金红利时所要缴纳的 28% 的税率。由于伯克希尔公司收到的这 2100 万美元现金远远少于未分配利润，所以从实质性来看，伯克希尔公司仍然把它看做是一种股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利分配。

从中容易看出，回购股票虽然也是一种直接分红，可是这种分红分配的却不是现金而是股票（由上市公司代表全体股东统一保管在公司账面上），所以这两种行为所适用的税率是不同的。一个是28%，另一个是6.9%，相差非常悬殊。这种行为不但合法，而且能为公司股东大大节约一笔税金。虽然这种好处许多股东不一定亲身感受得到，但从公司长远发展看，最终必定会体现在该公司的内在价值及股价表现上。

巴菲特在伯克希尔公司1985年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司又收到了被投资公司的特别股股利，它们来自华盛顿邮报公司和通用食品公司。

之所以会收到这笔款项，是由于这两家公司在从伯克希尔公司手中回购股票时，也同样从其他上市公司手中回购股票，从而使得伯克希尔公司对这两家公司的持股比例保持不变，这也是当初购并这两家企业时在合同中规定好了的。

这种行为在美国国内税收总局（Internal Revenue Service，简称IRS）看来属于股利发放。对于伯克希尔公司来说，既能收到这样一笔现金，同时又能保持原有持股比例不变，应当说好处还是比较多的。原因正如前面所说的那样，根据美国税法规定，法人企业在股利所得税方面的纳税税率，远远没有个人从事股票投资所要缴纳的资本利得税那样高。不过会计准则对这种交易在财务报表上如何处理并没有特别规定，所以伯克希尔公司的做法是与上年保持一致，仍然把它当做是一种资本利得来看待，这样也方便投资者阅读和对比分析。

用具体数据来说，如果某上市公司某年赚到了3亿美元利润，这时候该公司当然可以用它来进行再投资。而现在的问题是，如果用来再投资并没有什么好的项目，原有业务又不怎么样，投资回报率并不高。接下来比较妥当的办法是直接分配给股东，这种分配既可以是直接派发现金，也可以通过回购股票的办法“曲线救国”。

从表面上看，分配现金当然是最适合的“现到手”，可是根据美国税法规定应该缴纳28%的利得税（企业所得税）。而如果用于回购股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，却可以直接减少流通股数量，直接提高每股股票的含金量。并且，这对整个股市来说也是一种利好消息，会促使该股票价格上扬。

举例来说，如果该公司发行在外的流通股一共是1.1亿股，每股价格是30美元，这时候的3亿美元就可以回购1000万股股票。回购后流通在外的股票就只剩下了1亿股，这时候原有股东手中的股票数量虽然没有变化，却会自动升值到每股33美元。奇妙的是，每一位投资者（股东）的财富都增加了，却不需要缴纳任何税金。

所以巴菲特从来就不喜欢也不愿意采用派发红利的方式，无论是华盛顿邮报公司还是政府雇员保险公司，伯克希尔公司旗下的那些明星企业都会主张首选股票回购来给公司股东以回报，而伯克希尔公司也从来没有分过红。其实，作为公司股东来说，同样也是没人愿意通过派发红利白白地交给税务局一笔税金。

例如，可口可乐公司是从1984年开始第一次回购股票的，回购数量600万股。从此以后该公司每年都要回购股票，一共回购了4.14亿股，总金额高达53亿美元，按1993年末收盘价计算，这些股票的总价值达到185亿美元。而可口可乐公司在1992年7月宣布，2000年以前还将回购1亿股，相当于公司总流通股的7.6%。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，能够回购股票的上市公司更懂得怎样以最少的成本来回报投资者，帮投资者省钱（节税）。同样是回报方式，派发现金红利要纳税，而回购股票则不需要，从中一看便知哪种方式更好。

回购股票能提高股东利益

我们常常会特别欢迎一种留存收益的运用方式，那就是所投资公司用其进行回购股份。理由很简单：若一家优秀公司的股票价格远低于其内在价值，那么还有什么更妥当、更有利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本配置方式，会比以低廉的价格来回购股份更能显著提升股东的利益呢?

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注回购股票，原因之一就在于这种方式非常有助于提高股东利益。也正因如此，这一点是在阅读财务年报时所不可忽略的。

巴菲特说，他常常会特别欢迎一种留存收益的运用方式，那就是回购股票。这样说的理由很简单，那就是如果一家上市公司的股票价格远远低于其内在价值，那么这种以较低的股票价格来回购股票的资本配置方式，就是非常妥当、有利的，能够显著提高股东利益。

巴菲特历来认为，公司管理层的主要工作应当是资本配置。体现管理层高超资本配置能力的一个重要标志，就是当公司股票价格大大低于其内在价值时大力回购股票。他认为，这种回购股票能给投资者显著提高投资收益，所以投资者应当对这种行为报以热烈欢迎的态度。

巴菲特介绍说，伯克希尔公司的那些主要持股的上市公司中，基本上都在持续不断地回购股票；股票价格越低，这种回购给股东创造的好处越大。这不但表明，过低的价格能够买到更多的股票，而且还表明这时候能够更多地提高持股比例。

巴菲特在 1996 年伯克希尔公司股东手册中指出，公司管理层利用股价低迷回购股票，对公司股东来说绝对是个好消息。他说，一个很典型的事例是，在过去的几年中，可口可乐公司、华盛顿邮报公司、富国银行等，都以非常低的价格大量回购股份，这为伯克希尔公司创造了巨大的投资获利回报。

巴菲特在伯克希尔公司 1984 年年报致股东的一封信中说，比较细心的投资者会发现，当年政府雇员保险公司特别股股利的金额及其分类的位置有所变动，实际上这是政府雇员保险公司 1983 年回购股票导致的结果。继 1983 年政府雇员保险公司回购股票外，1984 年通用食品公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司（General Foods）也进行了股票回购，所不同的是，后者是从股票市场上回购的，伯克希尔公司需要每天在股市中卖出一些股票以确保原有持股比例不变，当然，这一切都是根据协议来进行的。

有意思的是，这两家公司的注册会计师虽然认可政府雇员保险公司和通用食品公司的回购股票属于股利分配，可是该注册会计师的纽约总部却不认可这种观点，认为这应该属于股权买卖。按照这种说法，伯克希尔公司出售这些回购股票所得到的现金收入，应该被认定为出售股票收入，在扣除当初的股票买入价格后应该作为资本利得来计算。伯克希尔公司并不认同这种意见，但没有办法，为了避免注册会计师出具保留意见，最后只能勉强接受这种认定，并重新编制财务年报。

巴菲特强调说，这两种认定在会计处理上有所不同，可都是和纳税没有关系的，公司内在价值也不会受到任何影响，所得税、现金、持股比例等都保持不变。从中看出，伯克希尔公司在财务年报中对这些细枝末节解释得够清楚的了，这是阅读报表者的福音。

巴菲特几十年来一直认为，回购股票对投资者来说是一件大好事。如果该上市公司经营良好、财务基础稳健，而这时候又发现自己的股票价格远远低于其内在价值，那么回购股票就是一种保障股东权益的最好办法。

巴菲特 1974 年加入华盛顿邮报公司董事会后，就极力劝说凯瑟琳·格雷厄姆回购股票。而凯瑟琳·格雷厄姆则认为，把全部资金用来回购股票，有可能会影响公司的未来增长潜力；换句话说，公司正常发展就可能会因此造成资金困难。更不用说，当时并没有发现其他上市公司在回购股票，所以她对这种做法感到将信将疑。

在这种情况下，巴菲特给凯瑟琳·格雷厄姆提供各种数据，用来证明回购股票不但对华盛顿邮报公司未来的长远发展不会造成不利影响，而且在短期内就可以从中受益。巴菲特的理由很简单，因为这时候华盛顿邮报公司的股票价格已经大大低于内在价值，现在不买更待何时？凯瑟琳·格雷厄姆最终认可了巴菲特的这一说法，认为在各种各样的可选方案中，回购股票在维护股东权益方面具有特殊优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1979 年的一天，巴菲特和凯瑟琳·格雷厄姆一起开车出去时，巴菲特小心翼翼地向凯瑟琳·格雷厄姆透露了一个消息，那就是巴菲特有两位投资家朋友手中拥有大量的华盛顿邮报公司股票，最近准备出售几千万美元。

凯瑟琳·格雷厄姆一听，就忍不住眼泪掉下来，因为她知道，这些投资家都非常精明，而现在他们要抛出华盛顿邮报公司股票，从某种意义上就说明这时候这家公司的股票“不值”这个价格了，并且很可能还会引起连锁反应，导致其他人也抛售股票。

巴菲特想尽一切办法来安慰凯瑟琳·格雷厄姆，解释任何人都有权买入或者卖出某只股票。同时表示，既然他们卖出，那我们就回购，这对公司的长期发展具有积极意义。后来，华盛顿邮报公司以平均每股 21.9 美元的价格回购了这些股票，实际上只相当于股票分割前的每股 6.5 美元。不用说，这次股票回购又为公司赚了几百万美元。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，只要该公司的股票价格大大低于其内在价值，那么该公司回购股票的行为就一定会提高全体股东利益。不但从长期来看是这样，而且只要股票价格在短期内一反弹马上就能见到效果。

回购股票应当是有条件的

只有在一定条件下公司买回自家的股份才有意义：首先，公司在扣除短期周转所需之外还拥有富余的资金（含现金与银行额度在内）；其次，其股价必须远低于其实质价值。关于这点我还有一点补充：股东必须还有足够信息来对公司进行评价，否则的话，公司内部人极有可能运用信息不对称的现象占不知情股东的便宜，以偏低的价格买到公司股份。就伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，符合上述条件的情形并不多见。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是否在回购股票，但是也不能一概就认定回购股票的公司一定是好公司。换句话说，回购股票也是有条件的，如果不符合实际条件一味回购股票，就可能是一种急功近利或烟幕弹。

巴菲特在伯克希尔公司 1999 年年报致股东的一封信中说，最近有些股东建议伯克希尔公司可以从股市中回购股票。一般来说这样的要求是合情合理的，但有时候在它背后所反映出来的逻辑却有点奇怪。

巴菲特接着说，只有在一定条件下回购股票才有意义。

首先，该公司在扣除短期周转所需现金以外，还有闲置资金，这样在回购股票后才不至于影响正常的资金周转。不但不能影响正常资金周转，还要确保该公司能够维持在行业中的应有竞争力所需资金，如店面装潢、机器设备更新等需求，并且确保这时候投入的每一元资金都能收到一元以上的获利回报。

其次，该公司股票价格必须远远低于其内在价值，这样这种回购从经济角度考虑才是可行的。20 世纪 70 年代末，伯克希尔公司收购的几家企业基本上都有回购股票的共同特征。在巴菲特看来，这种举措通常预示着这家公司的股票价格被低估了。事实证明，巴菲特的这种判断是正确的。

关于后一点，巴菲特特别补充道：为此公司股东必须有足够的信息来对公司内在价值进行评价，如果信息不对称，了解公司内幕的人就可能会利用这一点谋取私利，即用过低的价格回购股票。不过说实话，一般来说上市公司的股票价格都会高于其内在价值，作为公司管理层来说也会千方百计拉高股价，给投资者以必要的信心。

巴菲特说，从伯克希尔公司的角度来看，符合上述条件的情况并不多见。他的意思是说，一方面，伯克希尔公司的信息相对公开、透明；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，伯克希尔公司股票价格低于内在价值的时候更少，所以并不是什么时候都可以回购股票的，否则从经济角度看就划不来。

众所周知，2009 年伯克希尔公司遭遇全球金融危机影响，股价大幅度下跌，这时候外界纷纷猜测巴菲特是不是会回购伯克希尔公司股票了？在 2009 年 5 月初召开的伯克希尔公司股东大会上，就有股东不断向巴菲特提出这个问题。巴菲特明确表示，当时伯克希尔公司并没有回购股份的计划，但并不排除将来回购股票的可能。至于什么时候回购、什么时候不能回购，关键是看股票价格是否“明显低于”其内在价值的保守估计值。

请注意，巴菲特在这里提出了回购股票所需条件的三重涵义：一是股票价格要低于其内在价值；二是这种“低于”要有一个比较大的差价，并且这种差价是“明显”的；三是在估算内在价值时的态度是“保守”的，也就是说，宁可少估一点也不要高估，以便留有余地。

对照当时的情况看，当时伯克希尔公司的股票价格是每股 92511 美元，这个价格在过去 12 个月中已经下跌了 30%。但是说实话，按照巴菲特上述观点来衡量，表明这个价格依然达不到要求。

巴菲特深有体会地说，许多上市公司在回购股票时最容易犯的错误就是回购价格过高。从伯克希尔公司的经验看，伯克希尔公司永远不会犯回购价格过高的错误，但却可能犯另一种错误，那就是回购价格已经到了低位时却白白错过机会，从一个极端走向另一个极端。

他表示，伯克希尔公司一旦到了准备回购股票的时候，一定会提前通知股东们，请大家尽管放心好了。

巴菲特在伯克希尔公司 1999 年年报致股东的一封信中说，时间进入 21 世纪，上市公司在回购股票方面的情形和过去相比有了较大不同。随着回购股票行为的普及，其背后大多隐含着一个个令人鄙夷的阴谋，那就是通过买入股票故意抬高股价或支撑股价不至于继续下跌。可以说，这种做法对当时想抛售股票的股东是有利的，但对于没有卖出股票的股东来说就恰恰相反了——该公司以高于实际价值的价格回购股票，怎么也谈不上合算。你能说用 1.1 美元的价格买入 1 美元是合算的吗？实际上，公司管理层故意这样做只不过是表现某种“自信心”罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以巴菲特认为，上市公司无论是不是回购股票，无论是否发行认股权，一定要有充分的理由。但无论什么理由，如果以高于实际价值的价格回购股票或发行新股，都是没有道理的；相反，如果公司的股票价格已经远远低于其内在价值，这时候还不积极回购股票，也是非常不应该的。

他检讨说，由于他的过于谨慎和保守，再加上一门心思想把资金如何更有效地运用在其他投资项目上，确实有段时间错过了回购股票的好机会。不过由于伯克希尔公司股票交易量很小，这种影响并不大。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，回购股票在过去能坚定地表明该公司的股票价格低于其内在价值，没有谁比公司管理层更了解本公司了；可是最近这几年来情况有了变化，回购股票也可能是公司的一种不得已行为。

股价越低越利于回购股票

此外，伯克希尔公司许多重要的投资部位都持续不断地买回自家公司的股份，在这种情况下，股票价格越低对我们越有利。因为这代表同样的一笔钱可以买进更多的股份，从而间接提高我们持股的比例。举例来说，过去几年可口可乐、华盛顿邮报与富国银行皆以非常低的价格大量买回自家股票，其所带来的效益要比在现在的高价再进行要有利的多。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注股票回购时的股价高低，股价越低越有利于股票回购，因为相同的投入能够买到更多的股票。奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪的是，这一点绝大多数人都体会不到，甚至还恰恰相反，总是希望股票价格走高而不是下跌。

巴菲特在伯克希尔公司1997年年报致股东的一封信中说，除了项目投资以外，伯克希尔公司旗下的子公司中有许多在不断回购股票。在这种情况下，股票价格越低就越有利，因为这意味着同样一笔钱可以回购到更多的股票，从而导致间接提高持股比例。

举个例子来说，过去几年中可口可乐公司、华盛顿邮报公司、富国银行等都以非常低的价格大量回购股票，这种回购所带来的效益要比现在高价时再回购多。

关于股票价格波动问题，巴菲特一直有这样一个比喻：他说，如果你打算一辈子只吃汉堡包维持生命，可是家里又没有养牛，你必须从市场上买牛肉吃，那么你是希望牛肉的价格上涨还是下跌呢？毫无疑问，牛肉的价格越低对于想要买的人来说就越合算；同样的道理，如果你经常要更换汽车，并且你自己又不是卖车的，那么这时候你会希望汽车的价格是上涨还是下跌呢？不用说，对于买者来说价格越便宜越好。可是这个道理如果用在股票投资上，大多数人的观点就可能是错误的。

具体地说就是，如果你要在未来陆续买进股票，按理说应该是股票的价格越低越好，这样你就能用相同的钱买到更多的股票了，可奇怪的是，绝大多数投资者看到股票价格上涨会感到高兴，股票价格下跌却感到沮丧，这就和上面所说的去买汉堡包、汽车时看到价格上涨高兴一样令人不可思议。

不用说，巴菲特在这里说得非常有道理，但本书认为也不能因此就说“绝大多数”投资者都是傻瓜。因为投资股票和买汉堡包、汽车两者之间还是有不同的——买汉堡包、汽车的前提是“自用”而不是“出售”，如果是为了出售，当然还是希望价格能不断上涨，这也是长期投资和短期炒作的主要区别。只有把股票投资当作长期投资来看，才不用过于关注短时间内的股价波动，这符合巴菲特的上述观点。

所以巴菲特说，由于伯克希尔公司股东都是一群忠实的长期投资者，在股票价格越走越低的背景下回购股票，对伯克希尔公司来说是最好没有了。就算这些股东将来把他们所赚的每一分钱收入都用掉，伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔公司也会通过回购股票帮股东存钱的。伯克希尔公司无论是把所赚到的利润投资于其他项目还是回购股票，成本越低，公司股东将来所能得到的获利回报就越高。

资料表明，每一年伯克希尔公司股东中买卖股票的股东比例只占3%左右。换句话说，大约有97%的股东压根儿就没有想过卖出手中的股票。这表明，这些人都是“储蓄爱好者”，每当股市下跌的时候他们都会感到高兴，因为这表明无论是伯克希尔公司本身还是这些股东们，都可以用同样的资金回购更多的股票了。

巴菲特开玩笑说，当大家看到报纸头版头条刊登“股市暴跌：投资者损失惨重”的新闻时，应该把它理解为“股市暴跌：不投资者损失惨重，投资者赚翻了。”为什么这么说呢？这些记者常常忘记了一个简单道理，那就是股票交易有卖出就一定有买进，股票交易的一方损失就意味着另一方获利。股市下跌时卖出方的频繁交易，必定会使得买入方的成本越摊越低，最终的获利越来越丰厚。

以伯克希尔公司为例，该公司在20世纪七八十年代美国股市低迷时，一方面以低价回购股票，另一方面以低成本投资项目，可以说大赚了一笔。如果不是那时候奠定的基础，伯克希尔王国就不会像现在这样坚如磐石、稳如泰山。回顾那个时代，巴菲特兴奋地说，这真是一个对股市短期炒作者不利、对长期投资者非常有利的市场，现在要重新找这样的机会已经越来越难了。

巴菲特在伯克希尔公司1984年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司旗下的子公司中有好几家在回购股票，因为它们的股票价格已经大大低于其内在价值，所以对公司股东们大有好处。究其原因在于，以较低的价格回购股票能够得到较高的内在价值，这就好比是一元钱的代价买到了两元钱的价值，与花大钱去买别人的股票相比效果好得多。

举个例子来说，伯克希尔公司重仓持有的政府雇员保险公司、通用食品公司、华盛顿邮报公司都大量回购股票，并从中盈利颇多，第四大重仓股埃克森石油公司也在积极回购股票，只是因为该公司被伯克希尔公司收购不久，所以这种竞争优势还没有很好地显现出来。但总体来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，在股市下跌时，回购股票对维护股东利益的作用会越发明显。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关心该公司回购股票时的股价高低。道理很简单，回购股票的价格越低对公司和股东的长远利益就越大，所以这时候乐意见到的应该是股市下跌而不是股价上涨。

回购股票也可能不利于股东

例如10年固定价格的股票期权（谁不愿意要呢?）。假设“停滞公司”的CEO“无用先生”接受了这样一批期权，比如给予他相当于公司1%的股票期权，那么，他获取个人利益的方法就会显而易见——他肯定不会支付任何红利，而是保留公司所有收益来回购股票。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司回购股票对股东利益的影响。回购股票虽然是一件好事，但却不能一概而论。有时候回购股票也会不利于公司、不利于股东利益，而只利于某些特定的关系。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，大多数美国上市公司管理层的酬薪与经营业绩并不匹配，将来也不会出现什么太大变化，这就像在玩牌时做牌一样是事先安排好的，完全不利于投资者（股东）。例如这些高层管理人员拥有的10年固定价格的股票期权，就是其中之一。10年间的股票价格都不变，并且又是不需要付出成本就能得到的，这样的好处谁不要呢？

假如说这样一批期权出现在一家经营业绩多年停滞不前的公司首席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

执行官“无用先生”身上，例如比重是1%，那么这时候他就会采取一种非常有利于他获取个人利益的方式：不给公司股东支付任何红利，而是用所有利润来回购股票，股票回购越多对他就越有利。

具体说就是，因为这是一家“停滞公司”，所以公司业绩在发行期权后的10年间并没有什么增长。可是由于该公司不断回购股票，从而使得公司流通在外的股票数量越来越少，这样，这位“无用先生”原来手中握有的股票期权在流通股中所占比重就会相应提高，他个人就可以从中获得极其丰厚的报酬了，而这种丰厚报酬实际上侵占了所有股东利益。

巴菲特说，一个有趣的现象是，当首席执行官遭到解雇的那一天，就是他一生中收入最丰厚的那一天，而这是极不正常的。

所以巴菲特认为，上市公司回购股票应当是基于本益比角度，也就是说在这家公司经营业绩良好、财务稳健的基础上，又发现股票价格远远低于其内在价值，这时候回购股票无论从单纯的购买股票还是保障股东权益角度看，都是最佳投资方式。换句话说，这种回购股票中就不包括那种不道德的“敲诈交易”（green - mail）。

巴菲特在这里所说的敲诈交易，是指甲乙双方为了某种私利，签订协议欺骗、剥削不知情的丙方。这里的甲方是指职业股东（投资者）在刚刚买下股票后，就对该公司管理层进行敲诈勒索；而这里的乙方是指息事宁人的公司管理层，在甲方的胁迫下进行股票回购。毫无疑问，这时候回购股票的价格很高，但公司管理层明知这一点依然会这样做，因为归根到底这个钱不是从他个人口袋里掏出来的，这种行为侵犯的是全体股东利益。而这里的丙方当然就是指该公司的其他股东了，他们在这其中是受害者，并且利益受损后往往还被蒙在鼓里。

在巴菲特看来，类似于这种不利于股东的股票回购还有很多，他能做到的除了揭露这种内幕外，就是保证这些情形不在伯克希尔公司出现。他在伯克希尔公司1999年年报致股东的一封信中说，他曾经收到不少信件，有的希望他能对外释放某种伯克希尔公司将要回购股票的信息，目的是通过这种方式来操纵伯克希尔公司的股票价格。

巴菲特对这种做法嗤之以鼻，因为这种做法不符合他的价值投资理念，不可能提高股票内在价值，而且还会把投资者误导到股票炒作的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机道路上去。他说，伯克希尔公司并不是那种今天买入股票明天就想卖出的买主，而是根本就不打算卖出股票，所以他能祈祷的应该是股票价格进一步下滑，然后有机会以更低的价格回购股份，这是伯克希尔公司唯一有可能通过回购股份增加股东权益的条件。

不过他又把话说回来，说现在（1999 年）伯克希尔公司的股票价格并不是远远低于其内在价值，所以根本没有回购股份的考虑。他依然会秉承过去的一贯做法，不会通过发表任何意见来影响股价走势，无论是在公开场合还是私下场合，都不会对任何人说这时候是买入或卖出伯克希尔公司股票的大好时机；相反，还会从投资者角度出发，尽可能给所有股东包括潜在股东提供有关伯克希尔公司的各种信息，让他们自己去评估伯克希尔公司的内在价值究竟是多少。

不用说，关于这一点，巴菲特在每年伯克希尔公司的财务年报和股东大会上表现得淋漓尽致，在全球上市公司中可谓独树一帜，并且早已在全球形成了一股巴菲特热（或称伯克希尔公司热）。凭什么？与其说是巴菲特的投资业绩，还不如说是他的这种诚实待人已经成为所有上市公司中唯一真正公开、公正、公平提供投资信息的个例。

所以他说，即使当 1999 年伯克希尔公司股票价格跌到每股 45000 美元以下，曾经一度考虑回购股票时，也没有通过回购股票来阻止股票下跌的想法。当时他考虑更多的，是让股东看到伯克希尔公司的财务年报，让他们自己有机会去评估公司内在价值，然后再做决定。伯克希尔公司如果要回购股票，并不是通过纽约证券交易所进行的，而是会直接从找上门来的投资者手中买回，然后在纽约证券交易所申报登记。

他特别指出，之所以要这样做，目的是因为这样的资金运作方式对伯克希尔公司最有利，对公司有利也就是对全体股东有利。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，并不是所有上市公司回购股票都是对股东有利的，要特别警惕那种“敲诈交易”——部分股东要挟公司管理层回购股票，通过高价回购来牺牲大多数股东利益、维护极个别股东利益的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回购股票会影响会计方法

我们几年前购买穆迪公司（Moody's）15%的股票之后再也没买过这支股票。Moody's在此期间也回购自己的股票，回购的股票减少了市场中的股票数，于是我们的持有率上升到了20%。伯灵顿北方圣菲公司也回购他们的股票，但我们持续购买这个股票，因为占有率早已到达20%。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注回购股票，因为回购股票会导致持股比例发生改变，从而影响会计核算方法。不用说，会计核算方法的改变会影响经营业绩，在财务年报上表现出非常悬殊的结果来。

巴菲特在伯克希尔公司2008年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在几年前买入了穆迪公司15%的股票，之后再也没有买过这只股票。可是由于穆迪公司在这几年间不断回购股票，从而导致该股票在市场上的流通股减少，伯克希尔公司持有穆迪公司的股票比重也从原来的15%上升到20%。另一家伯灵顿北方圣菲公司（圣菲是一个地名，即美国新墨西哥州首府）也在回购股票，但由于伯克希尔公司持续购买该股票，所以持股比重早已超过20%。

请注意，巴菲特之所以要在这里提20%这个数据，是因为根据会计准则规定，当一家公司持有另一家公司的股票比例超过20%时，在投资公司（这里就是伯克希尔公司）的财务年报上就要全面反映被投资公司（这里就是穆迪公司或伯灵顿北方圣菲公司）的资产和负债、利润等指标了。而当持股比例没有达到20%时，就只能在账面上反映

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所分得的红利数额。不用说，这两种核算方法所导致的结果是有天壤之别的。

巴菲特在这里提到的穆迪公司，是美国三大著名信用评级公司之一（另外两家是标准·普尔公司和惠誉公司），其风险管理和信用评级分析模型在业内处于权威地位，客户包括全球各大银行和金融机构，在我国深圳设有代表处。

不过在金融危机爆发后，穆迪公司和其他一些信用评级机构由于曾经给一些抵押贷款以高等级评级，从而在美国广受批评，该公司业务也在金融危机冲击下受到严重影响。

在这种背景下，伯克希尔公司从 2009 年夏季开始不断定期减少持有该股票，7 月出售 120 万股，9 月出售 80 万股，10 月出售 800 万股，12 月更是连续三次抛售该股票，从而使得持股比例减少到 3180 万股，约占穆迪公司流通股的 13.4%，大大低于 20% 的比例。

从中容易看出，仅仅在一年多时间里，伯克希尔公司拥有穆迪公司的股票比重就从 20% 以下上升到 20% 以上然后再回到 20% 以下，其间会计核算方法屡次发生改变，巴菲特看重的并不是反映在财务年报上的投资业绩，而是该股票的内在价值。

应该说，这一点和他过去一贯的投资原则是吻合的。不过对于投资者来说，在阅读伯克希尔公司财务年报时就有必要关注这一点。因为只有这样，才能对伯克希尔公司财务年报上的经营业绩与其真实业绩进行对比，从而比较准确地评估出内在价值来。

巴菲特在伯克希尔公司 2008 年年报致股东的一封信中说，当伯克希尔公司持有被投资对象的股票比重超过 20% 时，无论这些股票的价格是多少，根据会计准则规定，持有这些股票的价值都要以权益会计价值反映在伯克希尔公司的资产负债表中。这部分收入扣除税金后将按照伯克希尔公司的持股比例，定期纳入伯克希尔公司财务季报和年报中。

那么，巴菲特在这里所说的权益会计价值究竟是什么呢？这个问题对于非会计专业人士来说有点不容易理解，所以这里做点简单解释。

所谓权益会计价值，在会计理论上是指采用权益资本计价法或完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益法所得到的核算结果。

众所周知，在完全市场经济条件下，股票价格应该围绕其价值上下波动，这时候除了宏观因素影响外，最主要的分析依据应当是该公司的财务年报。然而长期以来，传统会计核算强调的权责发生制和历史成本原则，往往会给人一种“过于主观”的感觉，所以很多人都想撇开财务年报数据去分析股票内在价值，这一点在我国股市中尤其明显。而实际上，传统会计由于是建立在权责发生制原则基础之上的，所以它在权益资本计价、股票估价方面必然具有不可替代的重要意义。

通俗地说就是，根据长期股权投资核算规定，投资企业（例如上述的伯克希尔公司）要按照它在被投资企业（例如上述的穆迪公司或伯灵顿北方圣菲公司）拥有的权益比例，以及被投资企业净资产的变化，来调整投资企业“长期股权投资”科目的账面价值。具体要求是，投资企业要把被投资企业每年获得的净损益，按照投资权益比例，列为自身投资损益，并且表示为投资的增加或减少；如果收到被投资企业发放的红利分配（不包括股票股利），则需要冲减投资账户的账面价值。

根据会计准则规定，当投资企业对被投资企业具有重大影响或共同控制时，这时候的这种长期股权投资就应当采用权益会计价值来核算。那么这种重大影响如何来确定呢？20%的投资比例就是主要标志。具有重大影响，实际上表明这两家企业属于“联营”范畴；而共同控制，则表明这两家企业属于“合营”范畴，这在核算上也是有区别的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，投资企业对被投资企业的影响作用和方式不同，反映在财务年报上的业绩必然会因为会计核算方法不同而有区别。投资者在阅读年报时虽然无法深究这一点，但有必要了解其中的差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注留存收益的盈利能力

我们并不反对旗下百分之百持有的子公司将所赚取的盈余继续保留在账上，如果他们可以再利用这些资金创造更好的投资报酬。同样地，对于其他持有少数股权的被投资公司，如果他们可以好好地运用这些资金，创造更好的报酬，我们何乐而不为呢？（这样的前提，也意味着如果某些产业并不需要投入太多的资金或是管理阶层过去有过将资金浪掷在低投资报酬率记录的话，那么盈余就应该分还给股东或是拿来买回库藏股，这是现有资金运用最好的选择。）

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注上市公司回购股票与其留存收益的盈利能力。如果留存收益的盈利能力高，就不用回购股票；只有当留存收益的盈利能力较低时，回购股票才可能是合理的。

巴菲特在伯克希尔公司 1978 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司持有的安可保险公司股份一共应该分配到的红利约为 610 万美元，但最终反映在伯克希尔公司财务年报上的数据只是实际收到部分，约占总利润的 18%。其余部分因为没有分配，所以并不包括在伯克希尔公司的财务年报中，但即使如此，这些未分配利润仍然可以为伯克希尔公司股东创造更多价值。

从这一点上看，伯克希尔公司并不反对旗下子公司，包括百分之百控股的子公司和只是持有少数股权的被投资公司，把所赚到的利润继续留在账面上不分配，关键是它们要好好运用这些资金。换句话说，如果某些产业并不需要投入太多资金，或者公司管理层过去有把资金浪费在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资回报率低的项目上的记录的话，这时候的利润就应该用来分给股东或者回购股票，这才是资金使用的最好选择。

巴菲特的观点在这里说得很明白，那就是：如果某上市公司所赚的钱留在账面上能够比分配给股东所赚的钱更多，那么这时候的利润就不应该分掉；相反，如果该上市公司所赚的钱继续用于再投资，可是从中得到的回报率还不如分配给股东自己赚钱或不如回购股票来得合算，这时候就应该用来分配或回购股票。无论这种利润是否分配，在当时来看对公司股东都是一样的。

所以巴菲特说，从伯克希尔公司的情况看，从股权投资中积累下来的未分配利润越来越可观，这个部分虽然没有反映在伯克希尔公司财务年报上，可对于伯克希尔公司股东长远利益所做的贡献却相当重要。作为他来说，他很希望这种现状能够继续保持下去，以便为伯克希尔公司的保险业务回购更多价廉物美的股票。

以政府雇员保险公司为例，巴菲特一直以来非常赞赏它的留存收益所具有的盈利能力。在 1980 年至 1992 年的 13 年间，政府雇员保险公司一共实现 17 亿美元利润，其中给股东派发的红利只有区区 2.8 亿美元，留存收益却高达 14 亿美元。要知道，这些留存收益一共为股东创造了 3.12 倍的股票市值，也就是说，每 1 美元留存收益为股东创造了 3.12 美元的股票市值。

具体数据是，政府雇员保险公司 1980 年每 1 美元的投资（不包括红利），1992 年就变成了 27.89 美元，按复利计算年收益率高达 29.2%，这比同期美国保险行业的平均水平 8.9% 要高出一大截。

再从资本城公司看。1988 年资本城公司宣布回购股票，相当于该公司流通股份的 11%；1989 年又回购股票 52.3 万股，平均每股价格 445 美元，总金额 2.33 亿美元。每股 445 美元的价格相当于该公司每股经营现金流的 7.3 倍，而别的同行这个比例通常在 10～12 倍左右，这表明这个回购价格是偏低的，该股票属于巴菲特眼里价廉物美的那种类型。所以接下来的 1990 年，资本城公司又继续回购股票 92.6 万股，平均每股价格 477 美元，相当于每股经营现金流的 7.6 倍。1992 年，该公司回购股票的平均价格是每股 434 美元，回购数量是 27 万股，相当于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股经营现金流的8.2倍。

从1988年到1992年间，资本城公司一共回购股票195.3万股，总金额8.86亿美元。而在1992年以后，资本城公司则一直在寻找合适的购并对象，收购金额在50亿到80亿美元之间，最终找到了派拉蒙通讯公司和特纳广播公司，可是由于考虑到这笔购并无法给公司股东带来理想回报，所以最终还是把这笔钱分给了股东。

由此可见，巴菲特这里所说的对留存收益盈利能力的考虑还是贯彻得非常好的。例如，巴菲特在考虑伯克希尔公司经营业绩的时候，并不是看具体某一年的数据，而是要看四五年以来的平均数据。在阅读财务年报时他特别强调以下四条原则：一是资本收益率，而不是每股收益；二是计算股东收益；三是寻找经营利润高的股票；四是考察每1元留存收益是否产生了至少1元的市场价值。

例如，可口可乐公司从1980年到1987年间每1美元的留存收益就产生了4.66美元的市场价值，为股东创造了9.51美元的市值，让他感到非常欣慰。随之而来的是，1988年以后的可口可乐公司股价走势异常，股价也从每股10美元继续上升到1992年的45美元；股票市值则从1987年的141亿美元急剧上升到1992年的541亿美元（1998年时更是上升到1470亿美元）。不用说，这时候无论是短期投资还是长期投资，都赚了个盆丰钵满，伯克希尔公司当然也不例外。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，判断上市公司回购股票策略是否正确的办法之一，就是看该公司留存收益的盈利能力如何。只有当留存收益的盈利能力较弱时，回购股票才能作为股利分红的措施之一来加以采用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

未来获利能力究竟如何

买股票应看未来获利能力

我们喜欢相对投资规模而言，有较大的业绩持续增长的可能性，并且能够产生高额投资回报的公司股票。例如，上一次我们买入了可口可乐公司股票，当时市盈率约为23倍。根据我们的买入价格以及公司现在的收益情况，将来能够获得大约5倍的投资回报。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的未来获利能力，而这一点正可以从阅读财务年报上加以发现并得到证实。

巴菲特1995年在伯克希尔公司股东大会上说，当年他买入可口可乐公司股票时的市盈率高达23倍，但从该公司比较大的业绩持续增长能力看，将来依然能够获得大约5倍的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的意思是说，可口可乐公司能够给他带来这样高的业绩回报已经很不错了，而实际上呢，截止2007年12月31日，伯克希尔公司拥有的可口可乐股票市值高达122.74亿美元，18年间增长8.45倍，获利110亿美元，大大高于他原来估计5倍的投资回报率。

当时的情形是，1988年6月可口可乐股票的价格约为每股40美元，而他在1988、1989两年分批买入该股票2335万股，平均买入价为每股43.81美元，总投资10.23亿美元。1992年可口可乐公司股票拆分，这样巴菲特手中原来的2335万股就变成了9340万股，经过1994年的进一步增仓后总股数达到1亿股，总投资达到12.99亿美元。

仔细分析可以发现，当时巴菲特买入可口可乐股票的价格并不“低”。例如，1988年可口可乐公司的股东收益为8.28亿美元，如果用巴菲特一贯采用的美国30年长期国债利率9%来作为贴现率，那么可口可乐公司当时的内在价值应该为8.28÷9%=92亿美元。要知道，当时可口可乐公司的市场价值为148亿美元，从巴菲特一贯坚持的超级安全边际看，实际上这个投资价格并不会让巴菲特感到满意。

那么，巴菲特为什么会在这时候砸巨资购买该股票呢？唯一的解释只能是他特别看好该公司的未来获利能力；或者说，投资股票时巴菲特眼里的最大安全边际不在当前的内在价值与股价比上，而在于它还没有被证券市场充分认识到的高成长性。

关于这一点，可以从巴菲特在伯克希尔公司1988年年报致股东的一封信中得到证实。他说，1988年伯克希尔公司大笔买入了联邦家庭贷款抵押公司和可口可乐公司的股票，这些都是准备长期持有的。对此，伯克希尔公司的观点是一贯的，那就是继续集中投资在少数几只自己能够充分了解的股票上，一旦发现这样的公司，就要持有相当大的份额。

巴菲特关于投资股票应当注重未来获利能力的观点，从他年轻时候就形成了。1947年，刚刚高中毕业的巴菲特已经有了一笔6000美元的积蓄，赚得比他的老师还多。这时候他和比他大一岁的名叫唐·坦利（Don Danly）的同学，合伙投资25美元购买了一台弹球游戏机，摆放在华盛顿的一家理发店里对外出租。没过几个星期，他们就全部收回了投资。紧接着，他们又把游戏机的数量增加到7台，正式创办了“威尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逊游戏机公司”。这样，他们每个星期都能获得50美元收入。1947年8月，他们把这些游戏机以1200美元的价格卖给一位退伍军人。

后来他们不断扩大经营范围。接下来经营了一家花生自动售货机生意，而更大的生意是，1947年巴菲特和上面提到的这位唐·坦利在巴尔的摩南郊一个废品旧货站里看到一辆1928年出厂的报废汽车是劳斯莱斯，两人共同出资350美元买下了它用来对外出租。

这辆车“生前”被称为女士购物车，前面有一张驾驶员使用的单人折叠座椅，后面有一个双人座椅。他们一起把这辆报废车开往华盛顿，由于这是一辆报废车，又没有汽车牌照，所以他们很担心能不能把它开到家。更何况，这辆报废车的真空油箱系统坏了，每隔六七英里就要加一次油，整个路程虽然只有40英里，却一共要加七八次油，非常麻烦。

当报废汽车最终战战兢兢开到华盛顿时，因为没有汽车牌照被警察拦住了。这时候巴菲特掏出一个证件，表明他父亲是美国国会议员，这才让警察给他们放行回家。

回家后，唐·坦利负责整修汽车。原来的车身是银灰色的，他把它漆成淡蓝色，这方面唐·坦利是内行，所有这些技术活基本上全靠他。巴菲特虽然在这方面一窍不通，但却是财务行家，所以总是站在一边给唐·坦利朗读有关商业投资方面的书，巴菲特的母亲则负责做饭。

报废汽车整旧如新后，他们自制了一块“威尔逊铸币经营机器公司”的车牌，然后把这辆车以每天35美元的价格租出去。要知道，这在当时可是一笔很大的收入，而这辆车一共租出去了好几次，“获利能力”很强。正是在这一年，巴菲特进入宾夕法尼亚大学沃顿商学院，成为一名大学新生，唐·坦利则考上了康奈尔大学。

精明的商业头脑，使得巴菲特从小就比同龄人富裕得多。1947年高中毕业时，巴菲特的成绩在全校350名左右的毕业生中排名第16位。在当年的学校年鉴上有这样一条关于巴菲特的评语：“喜欢数学……一名未来的股票经纪人。”看看，高中毕业时就注定了他会走上投资之路。

需要说明的是，巴菲特的这些财富完全是靠他的聪明才智和勤劳、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勤奋创造出来的，不像有些孩子只知道伸手问父母要。由此可以说，巴菲特本身就是一只获利能力非常强的“股票”。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司未来的获利能力，这是判断该股票是否值得拥有的主要依据之一。从某种意义上看，无论是巴菲特还是伯克希尔公司，本身都是获利能力超强的潜力股。

该公司获利有什么秘密武器

如同表格数字所显示的，伯克希尔的保险事业大获全胜。表中的浮存金，系将所有的损失准备、损失费用调整准备与未赚取保费加总后，再扣除应付佣金、预付购并成本及相关再保递延费用，相对于我们的保费收入总额。我们的浮存金部分算是相当大的，至于浮存金的成本则决定于所发生的承保损失或利益而定。在某些年度由于我们有承保利益，所以换句话说，我们的资金成本甚至是负的，此时我们的保险事业盈余等于是由原先从浮存金获取的利益再加上承保利益。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司未来获利能力的支撑点在哪里。换句话说就是该公司的未来获利有什么秘密武器。关于这一点，其实和他经常提到的“经济护城河”概念是紧密相关的。

巴菲特在伯克希尔公司1995年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司保险业务取得了骄人的业绩，主要原因就在于浮存金在发挥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用。

浮存金收入是指把所有的损失准备、损失费用调整准备、未赚取保险费用加起来后，扣除应付佣金、预付购并成本、再保险递延费用后的部分。浮存金成本则是所要支付的承保损失。伯克希尔公司的浮存金数额相当大，并且在某些年份保险业务本身有获利，所以这就表明伯克希尔公司用于投资的资金成本是负的。

换句话说，这时候伯克希尔公司从保险业务中得到的获利包括两部分：一部分是保险业务本身得到的承保利益，另一部分是从零成本或负成本的保险浮存金身上得到的投资收益。

在这里，巴菲特一针见血地指出了伯克希尔公司的获利秘密，那就是数额庞大的保险浮存金及其低成本投资得到的收益，这是其他同行在这方面所无法相提并论的。

巴菲特在伯克希尔公司年报中多次指出，保险业务最重要的关键是保险浮存金的数额和成本。这种浮存金的所有权虽然不是伯克希尔公司的，却可以暂时归伯克希尔公司无偿使用，而这就够了。正是利用这一点，巴菲特把大量的保险浮存金用于企业购并、购买股票和债券，最大限度地发挥资金使用效益。

由于伯克希尔公司保险业务规模越来越大，所以实际上这笔保险浮存金的数额也越滚越大，从而不断成为伯克希尔公司新的利润增长点。具体数据是，伯克希尔公司自从1967年开展保险业务以来，直到1995年，保险浮存金的年增长率高达20.7%，并且在大多数时间里资金成本都低于0。

在这里请注意两点，一方面是伯克希尔公司的保险浮存金年增长率为20.7%，这个数据与伯克希尔公司的年投资回报率非常接近，表明这两者之间有着某种必然的内在联系；另一方面是，大多数年份伯克希尔公司的浮存金成本低于零，实际上这就意味着这些资金不但是给伯克希尔公司“无偿”使用的，而且还要“倒贴”利息。

那么有人会问，既然伯克希尔公司有浮存金，其他保险公司也是有浮存金的，它们的情况怎么样呢?

巴菲特分析说，任何一家上市公司的获利能力，都取决于以下三项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素：一是资产报酬率。不用说，资产报酬率越高，表明该公司的获利能力越强。二是该公司的负债成本。任何一家上市公司都必然会有负债，但这种负债的资金成本有高有低。不用说，资金成本越低，该公司的获利能力就越强。三是财务杠杆的运用，也就是说该公司负债率的高低。负债率高，资金使用成本就高，而这也必然会侵蚀获利能力。

在巴菲特看来，其他保险公司虽然也会取得大量的浮存金，可是其成本之高就不敢恭维了。而浮存金的成本如果不能低于零，那么这种浮存金对于投资获利来说究竟有多大的帮助，就比较难说了。

对照伯克希尔公司，这三项因素表现得如何呢？巴菲特认为，长期以来伯克希尔公司的资产报酬率表现相当不错。也就是说，同样的资金投入，伯克希尔公司从中得到的获利回报比同行要高，这是大家都知道的。可是与此同时，伯克希尔公司使用的资金成本很低，这一点就不被人知晓了，而这恰恰让伯克希尔公司从中受益不少。不用说，伯克希尔公司使用的资金成本很低，主要原因就在于伯克希尔公司能够从保险业务中比较方便地得到保险浮存金了。

所以巴菲特非常欣慰地说，多年来伯克希尔公司的保险浮存金没有给公司增加任何额外成本，实际上它不是一种负债，而是等同于股本（没有成本），可是却具有比股本更好的妙处。

例如，1994 年伯克希尔公司的浮存金数额为 34 亿美元，如果没有这些浮存金，而是增加 34 亿美元股本，这种情况下伯克希尔公司的总资产一点都不会有改变，可是公司获利却会减少。这基于两方面因素，一方面是股本的成本是零，而浮存金的成本可能是零，也有可能是负成本（当然也可能大于零）；另一方面，增加股本必然会减少每一位股东原来的持股比率、摊薄利润。这样一来，就更容易看出浮存金的存在对伯克希尔公司获利能力的特殊贡献了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，上市公司的获利能力与其是否具有独特盈利秘器有关，而这可以通过阅读年报感悟出来。伯克希尔公司的保险浮存金，既像股本一样没有成本，又不用像股本那样摊薄利润，简直妙不可言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利能力分析的三项内容

要关注净资产收益率，而不是每股收益；要计算自由现金流量，寻找利润率高的公司；对每一美元的留存收益，确信至少创造了一美元的市场价值。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该股票的未来盈利能力。因为归根到底，股票投资赚钱是硬道理。如果该公司未来盈利能力不佳或者不可持续，就会直接影响到其内在价值的继续增长。

巴菲特在选择投资对象时有四条原则，即商业原则、管理原则、财务原则、市场原则。其中的财务原则认为，选择投资对象时要特别关注该上市公司的净资产收益率，而不是每股收益；要计算该公司的自由现金流量，寻找利润率高的公司；要考察该公司每一美元的留存收益，确保至少能创造一美元的市场价值。不用说，巴菲特选择投资对象的原则，同样也是投资者在阅读财务年报时需要特别关注的。

在巴菲特看来，上市公司盈利能力分析的方法，主要是结合业务分析和管理分析，具体测算业务和管理两方面的优势究竟具备多大的内在价值。这种内在价值主要体现在三方面：

一是该公司的产品和服务创造了多少利润?

也就是说，该公司管理层有没有不断降低产品和服务成本、提高产品品质，从而形成成本优势和差异化优势，给顾客创造更多的价值，促使产品和服务保持较高的销售利润率，以此来为公司创造更多的利润?如果有，具体又表现在哪些方面；如果没有，投资这样的股票就要保持一份警惕了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是该公司的资本创造了多少股东价值？

也就是说，该公司管理层有没有在创造产品和业务竞争优势、不断为股东持有的资本增值方面做努力？要知道，公司能否长期保持较高的净资产收益率水平，才能体现持续竞争优势。如果有，具体表现在哪些方面；如果没有，就表明投资这样的股票将来很可能会得不偿失。

三是该公司股票价格上涨创造了多少市场价值？

股票价格上涨的主要动力之一在于公司未分配利润中的那一块留存收益，在经过几年参与公司经营后转换为相应的市值增长，这实际上是公司管理层高超的资本配置能力、公司持续的竞争优势为股东创造了更多价值在股市中的反映。这方面的情况怎么样？如果投资者不能从这种股价上涨中得到实惠，换句话说，未分配留存收益在上市公司中创造的收益还不如自己个人打理来得多，那还留在公司干什么？

举个例子来说，如果要你现在就必须做出一个非常重要的决定——明天就去投资一只股票，并且规定买入该股票后相当一个时期内（例如 10 年）不能卖出；虽然该股票每年都有分红，但这些红利要全部在给你退休后才能使用……如果设置了这么多的限制条件，你在投资股票时就会考虑得比较多了，甚至因为有许多困惑而无法做出正确选择。

那么，巴菲特如果遇到这种情形又会怎么做呢？不用说，上面他所说的四条原则这时候就派上用场了。在这其中的财务原则上，他会这样进行分析：

首先是关注权益资本回报率，而不是绝大多数投资者眼睛盯着的每股收益。

巴菲特认为，由于绝大多数上市公司每年的利润都不会全部分配掉，这样就必然使得公司资本总额不断增加，由此导致的利润提高并没有多少实质意义。换句话说，由于公司的资本总额每年都在增加，所以公司每年的利润总额增加并导致每股收益相应提高，这些都是应该的。如果有上市公司高声宣布今年的每股收益又创下了“新纪录”时，实际上这并没有什么了不起，相反却是对投资者的一种误导。真正衡量公司业绩的指标，应当是权益资本报酬率，即经营业绩对股东权益的比率。之所以这样说，是因为这个指标就考虑到了上述因素的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在。

其次，是计算股东收益。

在巴菲特看来，虽然他总在寻找现金收入大于现金耗费的公司，可是在估算公司内在价值时却非常明白，有一部分现金收入是要用于固定资产更新、改造和维护的，所以会计收益必须调整到能够真实反映该公司获取现金能力的地步，才是确实可靠的，这也是他提出股东收益这个概念的原因。这种股东收益是净收入加上折旧、摊销、递延费用，然后减去维持公司原有竞争力和生产规模所需要的资本费用。同样，这也是投资者阅读财务年报时要关注的。

最后，是该公司的利润率高低，以及每一美元的留存收益能否创造至少一美元的市场价值。

上市公司的利润率高，在某种意义上就反映该公司管理层对成本控制抓得严，而巴菲特最喜欢这样的公司管理层了。对于公司股东来说，公司创造的每一美元留存收益都是有份的，所以应当从本能上憎恶那些放松成本费用控制、留存收益创造价值低的上市公司。

那么作为投资者来说，又怎么去简单地衡量这一点呢？巴菲特介绍说，把该公司的净收益减去所有分配给股东的红利，剩下的就是留存收益。把该公司最近 10 年内的留存收益相加，目前的市场价值减去 10 年前的市场价值的差额，与该公司这 10 年内的留存收益相比，孰大孰小也就一清二楚了。如果每一美元的留存收益所创造的市场价值小于一美元，就表明该公司在走下坡路，股票价格也一定会走低的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时可以从三个方面来分析该公司的盈利能力高低。并且他认为，投资者应该首选未来盈利能力强的股票进行投资，在此基础上要掌握一套这种盈利能力分析的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利能力从财务年报来判断

查理跟我对于那些习惯以绚丽的盈余预估吸引投资人的CEO所带领的公司，总是报以怀疑的态度。或许少数经理人确实能说到做到，但大部分经理人最后都变成了无可救药的乐观派，甚至可以说是骗子。不幸的是，投资人实在是很难事先分辨出他们到底是在跟哪一种人打交道。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要从字里行间感受一下该公司的获利能力。换句话说，一家上市公司的获利能力是能够从财务年报中加以判断的。只是要注意的是，千万不要被该公司对未来盈利预期的过分乐观所迷惑，这种事情是常常发生的。

巴菲特在伯克希尔公司2000年年报致股东的一封信中说，他和查理·芒格对那些习惯于用漂亮的业绩预估来吸引投资者的公司管理层所领导的这种公司，总是抱以怀疑态度。或许少数公司管理层确实能说到做到，对未来经营业绩预估得比较准确而实事求是，但大多数公司管理层是名副其实的乐观派，甚至可以说是用这种方式欺骗投资者也不为过。而不幸的是，投资者面对这样的乐观估计，事前很难分辨出他们在和哪一种人打交道。换句话说，事先很难判断这种估计是真是假。

现在的问题是，投资者一方面希望从财务年报中判断该公司的未来获利能力，另一方面又是大多数公司管理层对这种未来获利能力的描述夸大其词，那么这时候投资者该怎么办呢?

在这里，巴菲特根据个人体会提出了一种简单易行的办法，那就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者在阅读财务年报时，要看这份财务年报是否翔实、客观。

翔实，意味着这份财务年报对投资者想要了解的内容真正做到了“知无不言、言无不尽”，没有躲躲闪闪、一语带过。说穿了，这样的财务年报心里没有“鬼”，投资者就应该比较相信它们所说的话。

客观，意味着这份财务年报在叙述过去的经营业绩和展望未来获利能力时，有一说一、有二说二，既谈有利因素，也谈不利影响。这样投资者就能从中比较客观地分析、判断该公司的未来获利能力，而不是由公司代投资者得出结论。如果能做到这些，这份报表所作出的预测就应该是比较可信的。

巴菲特介绍说，上述标准如果在伯克希尔公司，就代表着他和投资者的角色互换，也就是说今天他是投资者，而在座的各位投资者是公司管理层，那么他希望各位能够给他提供他所想要得到的信息，其中包括目前公司经营管理中遇到的重大信息，以及公司首席执行官对于该公司未来长远发展的真正看法。当然，要解释这些信息必须有相关的财务数据加以佐证，而不是空口说白话。

他说，他和查理·芒格在阅读财务年报时，总是对该公司的人员、工厂、产品介绍不怎么感兴趣，更会对有关扣除折旧费用、税金之前的毛利数据有些胆战心惊。

巴菲特的意思是说，既然是毛利，那么那些用心良苦的公司管理层就有可能会运用那些投资者怎么也搞不清的会计原则来对数据进行美化，同时掩盖一些难以启齿的事实。也就是说，毛利比净利润相对而言更容易受到扭曲。所以，投资者如果一定要看经营业绩而不是每股收益的话，更要侧重于看净利润。道理很简单，把有关折旧费用、待摊费用、纳税额等等全部去掉后，再看看究竟剩下多少会更接近于事实真相。

除了少关心毛利水平外，他也不想阅读由公关部门、公司顾问们所提供的资料，而是希望由首席执行官亲自出面解释。

应该说，巴菲特的这一招也很厉害。要知道，如果不是由首席执行官出面进行解释，将来发生问题后很容易出现扯皮，类似于这种情形投资者一定看到过不少。可是如果由首席执行官亲自进行解释，他就会多一分顾忌，在对公司未来获利能力的预估上有所控制。虽然这并不能完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全杜绝喜欢大吹大擂的首席执行官继续用谎言欺骗投资者，但至少可以减少因为不用亲自出面解释而造成的推诿现象。

巴菲特介绍说，上述这种真假谎言现象在上市公司中非常普遍。可喜的是，当时（2000 年）的美国证券交易委员会主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）已经充分意识到这一点，并且一直致力于大力打击上市公司中像癌细胞扩散一样的选择性披露做法。

在这里，巴菲特所说的选择性披露，实际上就是这些上市公司千方百计诱导大股东或证券分析师，使得该公司的盈利非常接近于公司的盈利预期。配合这一点，这些上市公司的财务年报中有选择地披露信息，从而使得这些大股东和其他投机性机构能够从公司内部得到更多信息，最终倒霉的还是那些散户。

巴菲特说，正是因为阿瑟·莱维特多年来的努力，美国上市公司才纷纷开始以一视同仁的态度来公平对待所有股东和投资者，同样作为公司首席执行官的巴菲特对此感到欣慰，并为这些同行和公关部门是被动而不是主动这样做的感到羞耻。

不用说，巴菲特本人在这方面堪称楷模。伯克希尔公司每年都由巴菲特亲自撰写财务年报，并且在每年一度的股东大会上与来自全球的投资者公开见面，回答各种提问；从来不对未来股市发展进行预测，也不对公司业绩进行预期，如果一定要预期也总是要求投资者不要抱太大的希望……所有这些都与美国其他上市公司的做法截然不同。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，投资者可以在阅读财务年报时大致判断该公司未来的获利能力。但其前提是，这份年报代表的是公司首席执行官的真实观点，不是过于乐观的估计，更不是公关公司或企业顾问的代劳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票获利与买入成本有关

往后我们仍将维持过去惯用的资金分配方式，如果买股票比买整家公司便宜，我们就会大肆采购，如果特定的债券够吸引人，就像是2002年一样，我们就会买进满手的这类债券，而不管市场或经济状况如何。我们随时都很乐意买进符合我们标准的企业，而且规模最好越大越好。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注自己购买该股票的成本高低。道理很简单，对于投资者来说，自己的股票获利大小不但与该公司的未来获利能力有关，而且与买入成本高低紧密相关。

巴菲特在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司以后将仍然坚持过去一贯采用的资金分配方式，那就是：如果购买股票比购买整家公司便宜，就会大量买入该股票；如果购买某种债券比购买该股票更便宜，那就会全部买入这种债券，就像2002年伯克希尔公司的投资策略一样。

巴菲特表示，无论市场行情和企业经济状况如何，伯克希尔公司随时都喜欢购买符合上述标准的企业，而且投资规模越大越好。究其原因在于，伯克希尔公司有大量的闲置资金没有得到充分利用，这种情况经常会发生，所以与其让资金闲置不用，还不如买入非常值得投资的那些投资品种。在伯克希尔公司经营的大多数年份，股票投资往往是比较便宜的选择，所以在伯克希尔公司的资产组合中你可以看到，股市投资是占大多数的。

巴菲特经常引以为傲的喜诗糖果公司的投资案例，就能说明这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。他在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，喜诗糖果公司的主营产品盒装巧克力糖的经营业务，一点都不会让人感到兴奋。因为在美国，这种产品的人均消费量非常低，而且多年来没有增长，许多名噪一时的品牌已经消失了。在过去的40年中，只有三家同行能够盈利，而且这种盈利主要是象征性的，意思是说盈利额非常有限。即使是喜诗糖果公司，大部分销售收入也都是来源于很少的几个州，而这些销售收入要占整个行业总收入的一半。

那么，既然这样，伯克希尔公司又凭什么感到骄傲呢？很重要的一点就是，当时买入这家公司时的成本很低，从而使得伯克希尔公司在这方面的获利能力相对较高。当然，当时买入该公司的成本很低并没有什么“阴谋”，完全得益于对其股票价格和内在价值的正确判断。

巴菲特说，1972年他和查理·芒格控股的蓝筹邮票公司买下喜诗糖果公司时，当时它的糖果年销售量为1600万磅（年销售额为3000万美元），而2007年的销售量为3100万磅，年平均增长率只有2%，可谓微乎其微。可是要知道，蓝筹邮票公司当初买入喜诗糖果公司时的资金投入只有2500万美元，税前利润不到500万美元，而企业运营资本却高达800万美元。也就是说，每年总有那么几个月公司要靠借债过日子。不过就负债规模来看，还是在允许范围之内的，否则巴菲特也就不会考虑买入该公司了。

喜诗糖果公司在经营方面很有特点，这是巴菲特特别欣赏的。这主要表现在两点：一是糖果销售收入主要是现金，没有应收账款，更不会造成坏账损失，这和那些销售收入主要是应收款的企业形成了鲜明对比；二是糖果生产和销售的周期很短，季节性很强，所以公司存货可以降到最低，这在一定程度上减少了资金投入和常年资金准备。

从具体数据看，2007年喜诗糖果公司的年销售额为3.83亿美元，税前利润是8200万美元，运营资金是4000万美元。也就是说，自从蓝筹邮票公司1972年买入该公司以来，总共也不过投入了3200万美元资金（现在的4000万美元运营资金减去当初买入时的800万美元）；而在此期间，喜诗糖果公司的税前利润一共是13.5亿美元，扣除这3200万美元的再投入，其差额13.18亿美元到哪里去了呢？明眼人一看就知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道，这部分巨额资金都流到伯克希尔公司和早年的蓝筹邮票公司，让巴菲特用于其他项目的投资和企业购并了。

巴菲特高兴地说，喜诗糖果公司把这巨额利润上交给伯克希尔公司后，他把这部分钱陆续用于购买其他具有强大吸引力的企业，为伯克希尔公司创造了滚滚而来的巨大财源。要知道，在美国的上市公司中，类似于喜诗糖果公司这样的企业并不多。

这是什么意思呢？巴菲特介绍说，一般来说，一家上市公司的税前利润如果从500万美元提高到8200万美元，至少需要投入4亿美元资金才能办到。可是喜诗糖果公司不同，糖果销售的特殊性决定了它不需要追加投入更多的运营资金，也不需要更多的固定资产投资，就能实现业务增长，从而大大减少资金投入；与此同时，它才有能力把自身的盈利部分上交给伯克希尔公司，用于其他项目投资。

从中容易看出，巴菲特对喜诗糖果公司感到满意，一方面是对喜诗糖果公司本身的获利能力感兴趣，虽然它的年销售额增长速度并不快，可是由于其品牌效应，盈利率仍然有保证；另一方面是，当初购并喜诗糖果公司的成本并不高，这样就更显得投资方（蓝筹邮票公司和伯克希尔公司）在这笔投资上的获利能力之强了。

用巴菲特的话来说就是，这家企业的有形资产净值只有4亿美元，可是税前利润却高达0.82亿美元，实在没什么好谦虚的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，股票投资的获利能力一方面表现在该股票本身的盈利预期上，另一方面表现在你当初购买该股票的成本高低上。当初购买该股票的成本越低，就表明你在这只股票上的获利希望越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庞大的投入意味着丰厚获利

当我们 1996 年买下飞安公司时，它的税前营运收入是 1.11 亿美元，在固定资产上的净投资是 5.7 亿美元。自从我们买下后，在产生了总计 9.23 亿美元折旧费后，资本支出总计为 16.35 亿美元，其中大部分用来购买飞行训练模拟器，以配合那些经常被提及的飞机的新型号。现在我们的固定资产扣除折旧后达到 10.79 亿美元。税前营运收入在 2007 年达到 2.7 亿美元，与 1996 年相比增加了 1.59 亿美元。这个收入带给我们的回报，对于我们增加投入的 5.09 亿美元投资来说还不错。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司资金投入。一般来说，大力压缩成本费用开支意味着获利能力的上升，但也不能否认在某些环境下恰到好处的成本费用支出意味着该公司竞争实力的增强，同样能收到提高未来获利能力的效果。

巴菲特在伯克希尔公司 2007 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1996 年买入国际飞安公司时，当时该公司的税前利润是 1.11 亿美元，而固定资产净值却高达 5.7 亿美元。伯克希尔公司买下该公司后，国际飞安公司一共提取了 9.23 亿美元折旧费用，资本投资高达 16.35 亿美元，其中大部分是用来购买飞行训练模拟器的，以便更好地维护那些经常被大家提到的飞机型号。

要知道，这种飞行训练模拟器一个就要 1200 万美元，而国际飞安公司这样的模拟器有 273 个。所以该公司在提取折旧费用后，固定资产净值已经从过去的 5.7 亿美元增加到 10.79 亿美元，而税前利润高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.7 亿美元。不用说，2.7 亿美元与 1996 年伯克希尔公司买下该公司时的 1.11 亿美元相比已经增加了 1.59 亿美元，可是如果与固定资产投资相比就是小巫见大巫了。

巴菲特的意思是说，国际飞安公司自从被伯克希尔公司买下后，虽然该企业仍然在盈利，可是从它身上赚到的钱反过来投入在它身上还不够，与伯克希尔公司旗下那些保险业务不断提供浮存金相比正好相反。那么，这是不是表明国际飞安公司令巴菲特感到失望了呢?

确实，巴菲特把国际飞安公司描述为一个“良好，但不出色”的业务。所谓“不出色”，很显然就是前面提到的它不但不能给伯克希尔公司提供现金流，相反还要消耗现金流，这和巴菲特的经营理念相违背；而所谓“良好”，是因为巴菲特对这种高成本投入是认可甚至满意的。

他解释说，国际飞安公司的这种高成本投入，完全是为他的顾客着想，就如同他知道的其他同行一样。国际飞安公司拥有一项持久的竞争优势，那就是它必须有高昂的投入，才能保持严格要求和飞行安全，而这最终对消费者来说是有利的，是能够为消费者创造利益的。

所以，无论是公司股东还是消费者，对于这种处于全球顶尖地位的飞机训练公司来说，不应该“对价格斤斤计较”。这就像你去医院看病面对一次外科手术，这时候重要的是确保质量，而不是价格。所以他认为，国际飞安公司如果要保持业务增长、确保在同行中的竞争优势，就必须把收入中的很大一部分继续投入下去。

从上述具体数据看，国际飞安公司对于新增投入的获利回报还不错，当然这与喜诗糖果公司给伯克希尔公司所做的贡献就无法相提并论了。

所以巴菲特对国际飞安公司的评价是，经营良好，但经营业绩绝不超乎平常，因为这是一个高投入、高产出行业，而这种情形是许多公司会遇到的。例如在伯克希尔公司投资的公用事业中，就有许多巨大的投资项目在迅速贬值。根据巴菲特的估计，从现在开始的十年里，伯克希尔公司仍然可以从这些公用事业中获得很高的盈利，但是重新投入这些项目的投资也至少需要几十亿美元，才能确保这一竞争地位。

容易看出，巴菲特的观点实际上很朴素，这就像中国人常说的“该省的时候必须省，该用的时候还得用”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体地说，对于国际飞安公司这样的企业来说，如果没有源源不断的巨额投入，以确保飞行训练设备处于最先进状态，企业就必然缺乏发展后劲，不要说未来获利能力了，就连能否维持经营也很难说。而对于其他常规业务的上市公司来说，行业竞争非常充分；这时候就必须依靠降低成本费用开支来扩大盈利空间了。

例如，可口可乐公司总裁罗伯特·郭思达上任后就在其经营战略中提出，为了节省成本费用开支，可口可乐公司一定要抛弃任何“不能产生可接受的权益资本收益率”的业务和资产；对于新企业和新项目的任何投资，都必须考虑具有足够的增长潜力，所以公司不会继续对停滞不前的业务感兴趣。

正是在这种经营思想指导下，可口可乐公司迅速卖掉了旗下的葡萄酒公司，因为葡萄酒业务与可口可乐饮料相比，简直有些不伦不类，并且又不能创造该有的利润回报。即使在20世纪70年代，可口可乐公司的权益资本收益率一直高于20%的背景下，罗伯特·郭思达依然感到不满足，1988年该指标一度高达31.8%。也正是在这时候，巴菲特大量买入了可口可乐公司股票。这无形之中表明，巴菲特对罗伯特·郭思达的这种战略思想是非常赞赏的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注该公司的未来获利能力，但这种获利能力既可以通过压缩成本来实现，同样也能通过增加成本开支来达到，关键在于看它是否有助于增强该企业的竞争力。

股市疯狂不表明获利能力强

当我在写这段文章时，整个华尔街几乎嗅不到一丝恐惧，反而到处充满了欢乐气氛。没有理由不这样啊！有什么能够比在牛市中股东因股票大涨赚取比公司本身获利更多的报酬而感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到更高兴的事？只是我必须说，很不幸的是，股票的表现不可能永远超过公司本身的获利表现，反倒是股票频繁的交易成本与投资管理费用，将使得投资人所获得的报酬无可避免地远低于其所投资公司本身的获利。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注当年股市行情和宏观形势的表现。也就是说，如果当年股市行情和宏观形势特别好，这时候过高的获利能力就要打个折扣，因为外部环境不可能永远会这么好。

巴菲特在伯克希尔公司 1986 年年报致股东的一封信中说，当他在写这篇财务年报的时候，整个美国华尔街上几乎嗅不到一丝恐惧，反而充满欢乐气氛。投资者想一想就明白，还有什么能够比股票暴涨，大家在牛市中都能赚到比公司获利更多的投资回报而高兴的事呢？实在没有理由不这样开心啊？但是他要泼冷水的是，股市的表现不可能永远超越其基本面，反倒是频繁的买卖股票会促使交易成本和费用上升，长远来看投资者从中获得的投资获利将不可避免地低于上市公司本身的获利。

在这里，巴菲特非常明确地指出了这一点，那就是投资者不要因为股市上涨幅度暂时超越上市公司的业绩表现而欢欣鼓舞，恰恰相反，大家在牛市中的频繁买卖股票必然会增加交易成本，从而降低股票投资获利。更不用说，股票市场的长期表现是和上市公司的内在价值紧密联系在一起的。有股市上涨过猛的时候，就有股市下跌幅度大的时候。换句话说，他是在提醒大家“不要高兴得太早了”，投资者在阅读年报时最应该关注的是公司本身的获利能力，而不是整个股市大盘的表现。

应该说，巴菲特的这一观点和他过去一贯坚持的原则完全一致。那就是考察某股票，重点应当放在该公司的内在价值上，而不是其他方面。

巴菲特在伯克希尔公司 1986 年年报致股东的一封信中说，鉴于当时美国股市上涨过快的现实，伯克希尔公司的保险业务当年一共购买了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 亿美元免税美国国债，到期日都在未来 8～12 年之间。不了解的人还以为，伯克希尔公司的这一举措表明它对债券投资特别感兴趣呢，可事实是，在巴菲特眼里，债券投资充其量只是一种很平庸的投资工具，但是现在既然股市上涨幅度过快、充满投资风险，那么回过头来投资债券就是一种比较妥当的权宜之计。

关于这一点，中国股民特别不容易理解：既然股市上涨过快，那为什么还不把更多资金投入股市、趁机大赚一笔呢？这正是巴菲特与众不同或高人一等的地方，这就是他一再表明的“在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪”。

其实，巴菲特又何尝不想扩大自己的投资成果呢，毕竟这是每一位投资者的最高追求。但所有投资都有风险，尤其是当投资风险超过你的承受能力，甚至导致前期业绩荡然无存乃至倾家荡产的时候，就更要对此提高警惕。为此，巴菲特在阅读财务年报时重点考察该公司的内在价值，考察该公司本身的获利能力而不是股市表现，实在是抓住了根本。

所以巴菲特说，当伯克希尔公司的保险业务规模越来越大，浮存金数额越来越多时，伯克希尔公司当然会把有价证券列入投资组合，并且确定以下五种投资方式：一是长期股票投资，二是长期固定收益债券投资，三是中期固定收益债券投资，四是短期约当现金投资，五是短期套利交易投资。在这五种投资方式中，股票投资是最有乐趣的。

巴菲特的意思是说，如果你能找到一家经营得当、经营业绩蒸蒸日上，可是其内在价值又被严重低估的股票投资，那么你就会获得非常可观的投资收益，他的原话是“你很有机会挥出大满贯的全垒打”。不过他马上又补充说，很不幸的是他根本就找不到这样好的投资对象。

撇开当时的股市表现不谈，巴菲特着眼于美国股市的总体规模，发现这些上市公司的平均投资报酬率为 12%。如果把这些投资业绩全部回馈给投资者，再扣除投资者在股市进出中付出的税费，那么平均每位投资者从股市中所得到的投资获利率必将比这个数据要低。

换句话说，如果某年股市给投资者的平均回报率要高于此数，就可以认定当年的股市表现是“疯狂”的。他说，虽然牛市可以暂时模糊这一定律，但却无法推翻这一定律。不但股票是这样，债券投资也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此。

有鉴于此，伯克希尔公司一般来说对长期债券投资不感兴趣，究其原因在于未来十多年间的通货膨胀完全会吞没从中获得的回报。不投资债券，甚至也不想投资股票，还有什么好的投资项目呢？巴菲特介绍说，与它们相比，他更倾向于“持续地把资金运用在套利之上”。

关于这一点，从巴菲特几十年来的投资经历看，确实如此。细细研究会发现，伯克希尔公司的主要获利来源就在于几次大的股票套利。

为什么仅有的几次股票套利就能获得非凡投资获利呢？巴菲特介绍说，这是因为伯克希尔公司的股票套利与众不同：别人每年都要进行几十起套利行为，而伯克希尔公司只锁定在少数几个案例上，专门寻找消息明朗化的“白马”进行投资。这样做虽然获利空间会小一些，但投资失败的机会也会减少许多，例如当年（1986 年）就只进行了一笔套利交易。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时要更关注该公司的内在价值未来是否有较大的上升空间，而不是这家上市公司的股票价格是否会迅速攀升。归根到底，股票价格的涨跌一定会建立在内在价值基础之上。

理性的公司行为很重要

这样的方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，从而借此改善其投资绩效。当然无可否认，就长期而言，投资决策的绩效还是要建立在股价表现之上，但价格将取决于未来的获利能力。投资就像是打棒球一样，想要得分大家必须将注意力集中到场上，而不是紧盯着计分板。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的重大决策是否理性。因为只有理性的公司行为，才能确保该公司未来的获利能力能够得到正常发挥。如果一家上市公司掌握在赌徒手里，那是很危险的。

巴菲特在伯克希尔公司 1991 年年报致股东的一封信中说，所有投资者的目标都应该是建立这样一项投资组合，以确保从现在开始 10 年内的透视盈余达到极大值。这样的方式将会迫使投资者去思考企业真正的长期远景，而不是短期内的股价表现。当然，从长期来看投资业绩依然要建立在股价表现之上，可是股票价格的高低仍然必须取决于该公司未来的获利能力。打个比方说，投资股票就像打棒球一样，要想得分大家必须把注意力集中到比赛场上看真功夫，而不是眼睛只盯着计分板。

在这里，巴菲特可谓说出了一个非常重要的原则，那就是要想从股票投资中获得丰厚回报，就要看该股票未来的价格增长潜力；该股票未来的价格增长潜力，归根到底还是要看获利能力。而要做到这一点，就必须在一个相当长的时间（例如 10 年）里看问题。这就是中国人所说的“路遥知马力”。如果投资者把目光放在这样一个时间段考察股票，自然而然就会关注该公司的经营行为是否理性化。因为只有理性的经营行为才会确保该公司未来的步子迈得扎实、有力，才会从长远角度来考虑问题，而不是贪图一时之快。

巴菲特在伯克希尔公司 1983 年年报致股东的一封信中说，当时伯克希尔公司在再保险领域的表现非常活跃，实际上还可以更活跃一些。因为凡是参加再保险的保险公司，最看重的是再保险公司的财务实力，以确保多年之后的保单能够如期兑现，而伯克希尔公司强大的财务实力恰好可以为它们提供坚强依靠。尤其是有些保险赔偿是终身制的，也就是说，要确保受偿人今后几十年间的衣食无忧，这就更需要提供保险的伯克希尔公司经营行为理性化了。

在巴菲特眼里，上市公司中最重要的管理行为是资金分配。所以，一家上市公司对公司资金如何进行分配，能够在一定程度上反映该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层的理性程度。

巴菲特多次强调，如果该公司盈利的再投资收益率能够超过该公司的股权资本成本，那么就应该把盈利部分全部用来进行再投资，而不是分红。相反，如果该公司盈利的再投资收益率达不到该公司的股权资本成本，那么就应该把盈利部分拿出来分配给公司股东（投资者），让他们自己去投资，或者回购股票，否则这种资金使用行为就是不理性的。

举例来说：华盛顿邮报公司的经营业绩非常不错，产生了大量的现金流，迫使公司管理层对这些现金流作出处理。这种处理方法主要有两大类：一是派发给全体股东，作为投资回报；二是回购股票。

在该公司大股东巴菲特的积极倡导下，华盛顿邮报公司在上市公司中比较早地开始了回购股票，并且从中尝到了不小的甜头。

从1975年到1991年间，华盛顿邮报公司一共回购流通在外的43%的股票，平均每股价格是60美元。在回购股票的同时，还积极购并其他企业，如1986年就从资本城公司手中收购了电缆公司等。

与此同时，华盛顿邮报公司也有相当一部分现金通过分派红利分配给了股东。例如1990年，该公司向全体股东派发的红利，就从过去的每股1.84美元增加到每股4.00美元。

所有这些举措，在巴菲特看来都是华盛顿邮报公司非常理性的投资行为，这也是他在华盛顿邮报公司财务委员会中所起的作用。

到了20世纪90年代初，华盛顿邮报公司的营业收入和利润都有大幅度下降。巴菲特分析认为这主要有两大原因：一是当时的宏观环境是美国经济不行了，所以这种业绩下跌与整个宏观经济有密切关系，表现在华盛顿邮报公司，就必然会发生一种短期的、暂时性的经济周期变化。二是越来越充分的市场竞争，使得报纸价格失去弹性，华盛顿邮报公司再也不能通过提高价格来提高获利能力，这是更重要的。也就是说，至此华盛顿邮报公司过去在行业中的垄断地位已经受到大大削弱，整个行业的内在价值都得下跌。

但显而易见，由于华盛顿邮报公司在资金分配方面非常理性，所以相对而言它的内在价值与同行相比仍然处于中等地位，具体表现为，该公司的长期负债只有0.5亿美元，而现金储备却高达4亿美元，更不用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说该公司明星经理人凯瑟琳·格雷厄姆令巴菲特赞赏有加，管理非常出色了。这些都意味着，当整个宏观经济环境有所好转，该公司东山再起的希望很大。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司经营是否理性。至少在他看来，以资金分配为代表的重大决策都应该是理性的，这点很重要。想想也是，谁敢把自己的资金交给一个赌徒去赌博呢?

赚钱不吃力，吃力不赚钱

我们的投资组合还是没有多大变动，我们打盹时赚的钱比起醒着时多很多。按兵不动对我们来说是一项明智行为，就像是我们或其他经理人不可能因为谣传美联储可能调整贴放利率或是华尔街那帮土匪大幅改变他们对股市前景的看法，就决定把旗下高获利的金母鸡卖来卖去一样，我们也不会对拥有部分所有权的好公司股票任意出脱。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司未来的获利能力，这种获利能力是和业务特点紧密相连的。绝不要拿业务总量和规模来衡量盈利能力大小、经营业绩好坏，事实不是这样的。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司的投资组合还是没有多大变动，说句玩笑话，伯克希尔公司打盹的时候所赚的钱比醒着的时候要多很多。巴菲特的意思是说，他的投资策略是“多看少动”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说，按兵不动是伯克希尔公司的一项明智决策。他和伯克希尔公司旗下的那些明星经理人一样，绝不会因为听到谣言说美国联邦储备委员会可能调整贷款利率了，或者美国华尔街上那些股评家大幅度调整了他们对股市前景的看法，就把手下的那些赚钱企业卖掉。当然，对于拥有部分股权的好股票也不会随意卖掉。道理很简单，买卖一只股票的实质和百分之百拥有一家子公司的原理一样，所以大家真正应该关心的是该企业的实质有没有发生任何改变。如果没有改变，这只股票就应该继续持有下去。

巴菲特的经验是，按照这样的投资思路，久而久之你就会发现，你的股票投资会慢慢地集中到少数几只股票上来。这种方式就像你只是购买了一所大学明星篮球队员 20% 的未来权益，可是由于这些篮球队员非常有潜力，其中甚至有一小部分球员将来会进入 NBA 打球。那么接下来你看好啦，将来你能得到的权益中绝大部分可能就集中在这一小部分球员身上。如果有人建议你把这一小部分权益转让掉，你肯定不愿意，因为他们对这支球队来说实在是太重要了。

巴菲特举这个例子是想说明，无论企业经营还是股票投资都不要忘记“二八定律”——在任何一组东西中，最重要的东西只占其中的一小部分（约占 20%），其余绝大部分（约占 80%）都是次要的。

“二八定律”也叫“二八法则”、“巴莱多定律”，这一规律最早是 19 世纪 20 年代初意大利经济学家巴莱多发现的。

“二八定律”处处存在。例如：管理学认为，一个企业 80% 的利润来源于它 20% 的业务；20% 的骨干所起的作用超过其他 80% 的员工；20% 的资金使用效率超过其他 80% 的资金项目。经济学认为，20% 的人手里掌握着全社会 80% 的财富，而另外 80% 的人手里只掌握着 20% 的财富，究其原因在于前面 20% 的人除了干好自己的本职工作外，还知道该做什么事，于是会雇佣其他 80% 的人替他们打工；而后者 80% 的人只知道干好自己的本职工作，甚至连本职工作也干不好，却总希望老板能多给他们一点钱，这样，他们就把自己的一生都租给了前面 20% 的人。心理学认为，20% 的人身上集中了人类 80% 的智慧。两性学认为，20% 的人享受了人类 80% 的爱情，他们总是挣扎在爱与被爱中，甚至结婚、离婚的次数也占人类总数的 80%，而剩下的 80% 的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则成了“剩男”“剩女”，恋爱和结婚不是比较困难就是比较勉强。

在这里我们要关心的是，在股票投资中也同样存在着这种规律，这一点可以在阅读财务年报时隐隐约约感觉到。例如，股市中的“二八定律”表明，只有20%的人能够赚钱，80%的投资者是亏钱的。之所以如此，是因为只有这20%的投资者能够通过阅读财务年报等渠道，分析、掌握证券投资中80%正确的、有价值的信息；相反，另外80%的投资者不是根本不看财务年报就是连有关股市投资的重大信息也置之不理，却偏好通过股评或电视节目来掌握那20%的相对不重要的信息。

这种区别的最终结果是什么呢？当这20%的投资者通过阅读财务年报等渠道掌握了80%正确的和有价值的信息后，就会更清楚地看到股市发展趋势。

明白了这一点，你就知道巴菲特为什么每年的平均投资回报率会高达20%以上，依然非常轻松，还有那么多时间整天阅读财务年报！相反在各大证券公司里，那些股票经纪人整天在那里大喊大叫、买进卖出，忙得不可开交，一年到头却依然还是亏损。

正因如此，巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，无论是买下整个公司还是购买该公司的一部分股票，大家都会发现伯克希尔公司偏爱那些变化不大的公司和产业。原因很简单，那就是希望投资这只股票能够拥有长达10年或20年以上的竞争优势；那些变化迅速的产业环境或许会在一夜之间让人大赚一笔，却无法提供伯克希尔公司想要的稳定性。

容易看出，巴菲特采取的这种策略是一种“懒惰”策略，即寄希望于该企业和产业的长期稳定性，收到看准该公司有稳定的未来获利能力最终就能如愿以偿的效果。不用说，这样的投资是最轻松的，这正应了“吃力不赚钱，赚钱不吃力”的老话。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要特别关注那些未来具有长期、稳定获利能力的上市公司，然后集中资金投入这类股票。只有坚持“有所为有所不为”策略，才能确保轻松赚钱，并且没有投资风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

未来经营风险有多大

有些业务本来就意味着风险

有时候我们浮存金的成本也会突然大幅上扬，主要原因在于我们从事的巨灾保险业务本身属于保险业中变动最大的一种险种。从事这类业务，我们将保单卖给其他保险公司与再保险公司，以分散其面临超大型意外灾害可能承担的风险。事实上，伯克希尔是有经验的业者最喜爱往来的对象，因为他们深深知道当有“大事”真正发生时，所有巨灾保险的承保业者都会面临财务实力的严峻挑战，而伯克希尔公司无疑是同业之最。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注上市公司开展的业务未来会面临什么样的经营风险。风险与收益是并存的。你要考察该公司的未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来获利能力，就必须考察该公司的未来经营风险。

巴菲特在伯克希尔公司 1997 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司虽然从保险浮存金中获得不少成本低廉的资金来源，但有时候浮存金的成本也会突然大幅度上升。究其原因主要在于，伯克希尔公司所从事的巨灾保险业务本来就是所有保险业务中风险最大的一种。伯克希尔公司通过把保单卖给其他保险公司和再保险公司，帮助它们分担面临超大型意外灾害时可能要承担的风险。事实上，伯克希尔公司是这些有经验的客户最喜欢交往的对象，因为它们深深知道，一旦真正有“大事”发生，保险同行都会面临考验，而伯克希尔公司的实力最强。

在这里，巴菲特实际上表明了两层意思：一是虽然所有保险公司开展的都是保险业务，但其实它们也是“不保险”的，需要向更大规模的保险公司投保，以分担风险；二是接受这些保险公司和再保险公司投保的伯克希尔公司，实际上是把这种巨大风险集结在自己身上，虽然这可以从中收到巨额保费，但实际上这也意味着未来经营中会有巨大风险，只不过不知道这种风险究竟有多大，以及在什么时候发生。

巴菲特几乎在每年的伯克希尔公司年报中都要提醒股东，由于真正重大的灾害并不是每年发生的，所以表现在伯克希尔公司巨灾保险上很可能会连续几年没有发生巨大灾害，伯克希尔公司会因此赚大钱；然后又突然出现巨大灾害，伯克希尔公司会因此少赚钱或者不赚钱以至亏本。从这个角度看，伯克希尔公司的巨灾保险业务究竟能不能赚钱、能赚多少钱，或者说这项业务的未来获利能力如何、经营风险有多大，不能单从某一年看出来，而要经过好多年才能加以定论。

从 1997 年的情况看，当年由于没有发生巨大灾害，所以伯克希尔公司的巨灾保险业务业绩很不错，基本上可以说全年收到的所有保费全都成了公司利润。但是巴菲特警告说，绝不要把事情想象得过于完美，从而对未来的经营风险掉以轻心。

他举例说，当时美国市场上看到这种巨灾保险业务很容易获利，所以推出了一种“巨灾债券”的有价证券。请大家注意，什么叫“巨灾债券”？这本身就是一个错误名词。因为真正的债券应当是到期后债券发行人必须支付欠款的，可是这种所谓债券本质上是一种带有限制条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的承诺合约。之所以会拐弯抹角地推出这种债券来，无非是要回避政策红灯。因为美国政府规定，非保险行业是不能推出这种业务来的，这就是为什么要把它取名为“债券”的原因。

巴菲特的意思是说，巨灾保险业务本身也存在着无法预料的经营风险，更不用说这种违反政府规定推出的所谓巨灾债券了。推出这种业务的阴谋之一，就是为了吸引或者叫欺骗那些不知情的投资者。不用说，当这些不知情的投资者购买了上述巨灾债券后，将会面临着更大的投资风险。一旦发生巨大灾害，投资者将有可能倾家荡产。

巴菲特举例说，要把两粒骰子掷出 12 点来的几率是三十六分之一。现在假设每年只掷 1 次，每次可以收取 100 万的赌注，但一旦掷出 12 点时作为庄家的你必须支付 5000 万美元，你敢不敢赌？或许刚开始时你会觉得这 100 万美元得来全不费工夫，甚至一连 10 年没有掷出 12 点的几率会高达四分之三，这说明你在这 10 年中甚至不需要付出一分钱成本就可以得到这累计 1000 万美元的收入。但是你最终会发现，从长期来看进行这样的赌注对庄家来说亏大了，说不定哪一天就要倾家荡产，因为一旦掷出 12 点来，你根本付不出这 5000 万美元的赌注。

伯克希尔公司的巨灾保险业务是这样，其他上市公司的经营风险与收益也有相似之处，只不过表现形式、激烈程度不同罢了。对于投资者来说，参与这种股票的投资风险依然很大。

例如前些年中国股市中有一匹黑马，这就是茅台酒股票。一个非常典型的版本说，一位退休工人把他的所有银行储蓄都买了茅台股票，结果成了亿万富翁。茅台酒中有一种 50 年陈酿酒，吸引着无数人的想象力：首先是茅台酒是中国名牌，无与伦比；其次是中国人喜欢喝茅台酒，高档场合更是非茅台莫属；最后是随着社会和经济的发展，人民生活条件不断改善，有越来越多的百姓会尝试着消费茅台酒。既然这样，这只股票将来还有什么理由会下跌呢？

应该说，这些确实都是“理由”，但却有意无意之中忘却了投资风险。众所周知，这样的推理巴菲特也同样能想到，可是他却没有买茅台酒股票，为什么？因为在他看来，哪怕一只股票再好也必须符合两个最重要的前提：一是合理估值，如果估值过高就不值得买；二是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利模式的可持续性，否则就有投资风险。要记住，好公司并不等于好股票。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司未来的经营风险。无论该公司从事的是哪种业务，都可能会发生从这种业务引发出来的经营风险。不用说，上市公司的经营风险就是投资者的投资风险。

看舍不舍得扔掉烫手山芋

如果“9·11”事件世界贸易中心遭袭时，通用再保险还是一家独立的公司，那么单单这次袭击就会威胁该公司的生存。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司手上有没有“烫手山芋”，以及是否有勇气处理掉这“烫手山芋”，以避免因小失大。要知道，任何上市公司的未来都可能会存在经营风险，只有力求避免并把这种潜在风险降到最低，才会保证公司经营业绩以及投资者获利。

巴菲特曾经说过这样一句话，如果2001年爆发“9·11”恐怖袭击事件时通用再保险公司还是一家独立企业，那么仅仅因为这次恐怖袭击中世界贸易中心的理赔数额，就可能会威胁到该公司是否还能继续存在下去。

在这里，巴菲特把“9·11”恐怖袭击中的理赔数额，放到了决定通用再保险公司生死存亡的高度，可见一次突发事件对这家巨无霸公司的影响程度了。幸好，这时候通用再保险公司这块“烫手山芋”已经在此以前被巴菲特处理得差不多了，最终才得以顺利度过这场难关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用再保险公司从事的是巨灾保险业务，而巨灾保险的收入非常可观，可是其经营风险也很大，说不定某一天突如其来的一场突发事件就会给公司造成重大损失。无疑，“9·11”事件就属于这种类型。

平心而论，巴菲特对公司未来经营风险的担忧头脑极其清醒，而不像绝大多数公司管理层那样盲目乐观——他们虽然也知道有经营风险，但还是过着一种“博一下”的心态，结果，倒霉是必然的。这无论在企业经营还是股票投资中屡见不鲜。

1998 年 12 月，伯克希尔公司完成了对通用再保险公司的 220 亿美元购并案。通用再保险公司是美国最大的产物险再保险公司，在全世界 124 个国家设有业务网点，并且拥有世界上历史最悠久的再保险公司科隆公司 82% 的股权。这两家公司合起来可以“打遍天下无敌手”，即可以接受全世界所有保险品种的再保险业务。

在巴菲特眼里，通用再保险公司代表的是全世界再保险行业的品质、正直、专业水准，所以他对收购该公司感到非常满意。然而没过几年，巴菲特就对这桩收购案进行了反思。

巴菲特在伯克希尔公司 2002 年年报致股东的一封信中说，当初购并通用再保险公司时他的估价是“完全错误”的，一方面是该公司严重夸大自己的价值；另一方面是伯克希尔公司管理层当然包括他自己在内，对此了解不够。除此以外，通用再保险公司还积累了巨大的经营风险，一旦发生灾难比如恐怖分子在袭击美国时引爆几颗大型原子弹，那么该公司就会存在致命风险。

他以“9·11”恐怖袭击事件为例说，过去伯克希尔公司的保险浮存金成本大多数时候是零甚至是负数，可是 2001 年的保险浮存金成本却因为爆发“9·11”恐怖事件，一度上升到 12.8%，其中大约有一半因素是这次恐怖袭击造成的。正因如此，通用再保险公司 2001 年的亏损额达到 37 亿美元（当年伯克希尔公司旗下所有保险业务的总亏损为 12 亿美元），不过 2002 年亏损额已经下降到了 14 亿美元（当年伯克希尔公司旗下所有保险业务的总盈利为 26 亿美元）。巴菲特当时预言说，接下来就应该为伯克希尔公司提供数额庞大的没有成本的保险浮存金了，因为那些致命的灾难因素已经消除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里容易看出，巴菲特对公司未来经营风险不但非常重视，而且头脑非常清醒，并且在努力地去做。他既为过去没有察觉到通用再保险公司的经营风险而懊恼，又为现在排除了最重要的经营风险而欣慰。因为直到2003年时，通用再保险公司就已经凸显出一项非常重要的优势，那就是过去它在全球的三大竞争对手各自都至少被一家评级机构从原来AAA级降了一级，而它自己却依然岿然不动。

需要指出的是，巴菲特对公司未来经营风险保持高度警惕，可是他又从来不惧怕风险，并且认为公司经营总是有风险的。他曾经多次说过，他和查理·芒格非常愿意去接受经营业绩波动较大的结果，只要能保持长期的优良业绩就行了。相对于其他多数保险公司追求平稳的战略，他更倾向于通过竞争优势保持伯克希尔公司的优势所在。这就是他经常说的“我们宁愿要波浪起伏的15%，也不要四平八稳的12%。”

这一性格和观点，实际上也是巴菲特所特有的。回顾伯克希尔公司的经营历史可以看到，巴菲特非常自信（当然这与他过去几十年来对保险业务的了解和从业经验有关），所以他作出的各种决策最擅长“模糊的正确”，而不是“精确的错误”。

此话怎讲？巴菲特曾经这样说，如果有人问他在保险单有效期间伯克希尔公司最后必须支付理赔的概率有多大，他不知道。不但如此，他认为电脑运算也帮不了什么忙，甚至可以说电脑做出的预测“根本就是垃圾”，因为它们不但不能起什么作用，反而会给决策者造成某种假象，从而导致犯下更大的错误。无论在保险行业还是投资行业，这种情况屡见不鲜。所以他开心地说，如果你看到投资组合保险在1987年美国股市大崩盘时所造成的惨状，就应该相信当时跳楼的应该是电脑，而不是那些被电脑愚弄的决策者。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时要关注该公司有没有难以迈过去的坎。如果有，管理层应该把它像烫手山芋一样扔掉，不能抱侥幸心理。这一点无法通过电脑预测得到，但可以通过阅读年报从内心感觉出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司管理层有没有风险意识

2002 年我们首度进入外汇市场，2003 年我们进一步扩大这方面的投资，主要原因在于个人长期看空美元。我必须强调的是，预言家的墓地有一大半都躺着总体经济分析家，在伯克希尔我们很少对于总体经济做出预测，我们也很少看到有人可以长期做出准确的预测。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司管理层对未来公司经营有没有风险意识。既然未来公司的经营风险是必然存在的，那么是否对这种风险有一份防范就显得很重要。俗话说，“机遇偏爱有准备的头脑”，在防范经营风险方面也是如此。

巴菲特在伯克希尔公司 2003 年年报致股东的一封信中说，2002 年伯克希尔公司开始第一次进入外汇投资市场，2003 年又进一步扩大了这方面的投资，主要原因在于他个人长期看空美元，所以想把投资触角延伸到外汇市场，以适当避免全部是美元投资的经营风险。

巴菲特强调，预言家的墓地上躺着的大多数是总体经济分析家。意思是说，那些预言家的预言都是没有价值、最终要失败的。所以伯克希尔公司就很少对总体经济进行预测，他也很少看到有人会对长期经济发展趋势做出准确预测。

巴菲特的言外之意是，投资者对宏观经济预测不必相信，但可以时刻保持一份风险意识，“小心驶得万年船”。

所以从那时候开始，伯克希尔公司开始将一部分投资用于非美元资产上。虽然将来仍然会把大部分资金投资在美国国内资产上，但基于长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期看空美元的基本判断，加大外汇市场投入是减少伯克希尔公司未来经营风险的主要措施之一。

那么，巴菲特怎么会产生这样的判断呢？原来他看到，这几年美国贸易赤字在持续增加，这就意味着全世界都在被迫吸收美国的债权和资产，这种情形在2002年达到高峰，从而使得美元相对于其他外国货币来说开始贬值。可是这种变动结果只能体现在汇率变动上，可是汇率变动却根本无法有效解决贸易赤字。

毫无疑问，巴菲特也是一位美国人。所以他在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，他从内心来讲非常希望这个问题能得到圆满解决，并且他已经于2003年11月10日在美国《财富》杂志上公开发表文章提出解决办法，但他心里其实也非常清楚，这种局面不可能在短期内得到根本扭转，所以他唯一能做的就是从伯克希尔公司拥有的几百亿美元现金中，抽出一部分来投资国外市场。

在2008年5月初举行的伯克希尔公司股东大会上，巴菲特面对从全球各地前来参加股东大会的3.1万人表示，他已经不记得他这一生中曾经发生过的由于房地产市场危机给整个美国经济所造成的震荡（实际上就是说没有发生过），他感觉（请注意，他小心地避开了说“预测”这个词）美元在未来10年中还会进一步贬值，只不过他没有提到具体会贬值多少（这也符合他一贯不做“预测”的风格）。

在伯克希尔公司，除了把一部分投资转投到国外资本市场，以抵消美元贬值造成的投资风险外，还在其他方面采取了一系列措施。

例如，对于伯克希尔公司这样一个投资帝国来说，巴菲特百年之后谁来接他的班，就关系到整个伯克希尔公司的生死存亡。要知道，一方面巴菲特已经是80岁的老人，另一方面在伯克希尔公司巴菲特是大股东，几乎所有最重大的决策都是他一个人拍板决定的。由此可见，如果接班人选择不当就会成为伯克希尔公司未来最大的经营风险。

巴菲特当然深知这一点，所以在最近几年的伯克希尔公司年报和股东大会上，他都要主动提起这个问题，以便让股东们感到放心。而实际上，这也是他极力避免未来人选不当的关键一步。

他在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股东自然会十分关心当他的精力不够是否还能继续担任公司首席执行官的问题，以及这时候公司董事会会做出怎样的处理；或者干脆就是说，如果他当天晚上就突然去世，伯克希尔公司接下来会如何运作？

巴菲特明确地告诉全体股东，伯克希尔公司旗下的绝大多数子公司都拥有强大的市场地位、强劲的发展动力、非常杰出的经理人，以及独特的企业文化。意思是说，巴菲特身后的伯克希尔公司依然会像过去那样走下去，这些公司的业务经营不会因此出现半点差错。

说完了这层意思，他继续告诉各位股东说，伯克希尔公司已经选定三位候选人，他们相当年轻，并且完全能胜任首席执行官这样的角色。他们三个人中的任何一位都可以在某个范围内胜过巴菲特，只不过他们不一定具备巴菲特这样的“交叉性经验”（综合管理能力）。但不用说，能力是可以慢慢培养的。当全体股东听到这些时，就必然会多少放下心来。可以说，这是巴菲特消除伯克希尔公司未来经营风险所做的努力和说明之一，他对此非常放心。他的原话是，“我的感觉好极了”。

再例如，由于2001年“9·11”恐怖袭击的影响，伯克希尔公司旗下的那些保险公司理赔工作进行了好几年，这就直接涉及到伯克希尔公司财务年报数据的准确性问题。对此巴菲特在伯克希尔公司2004年年报致股东的一封信中反复告诫股东们，伯克希尔公司在评估这些数据时是实事求是并留有余地的。这实际上也是一种风险意识的体现。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，公司管理层对未来可能出现的经营风险有没有防范意识非常重要，这同样可以在阅读年报时感觉出来。具有这种风险意识的管理层既可以防微杜渐，又能在真的风险出现时从容不迫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论如何债务不能过高

合并美中能源集团公司之后，我们新的资产负债表可能会让大家认为伯克希尔对借债的容忍度已经有所增加，但事实并非如此。除了象征意义的数量之外，我们回避债务，只是为了以下三种目的才会求助于债务。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的债务率高低。要想尽可能避免该公司未来经营风险，无论如何债务率都不能过高。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，自从购并美中能源集团公司后，伯克希尔公司新的资产负债表可能会让大家认为对债务的容忍度已经有所增加，但事实并非如此。伯克希尔公司除了象征意义的债务数量外会尽力回避债务，只有在三种目的下才会考虑举债。

接下来，巴菲特着重介绍了会考虑举债的三大目的：

一是偶然会利用回购协议作为某种短期投资策略。

由于伯克希尔公司手中拥有的现金非常庞大，所以偶然也会考虑一下短期投资策略，这是很自然的。从本质上看，这不能说是一种举债。

例如，伯克希尔公司会利用这些现金购买美国政府或美国政府代理的债券。由于这种债券投资具有政府背景，所以信誉相对可靠。

伯克希尔公司购买这种证券完全是从机会主义角度出发，专门购买其中流动性最强的证券进行投资，以便一有需要就立刻变现，不但能从中全身而退，而且还能从中赚上一笔。过去几年中伯克希尔公司的实践证明，进行的几次比较有趣的交易都非常成功。

二是为了了解带息应收账款组合的风险特征而举债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不用说，这种负债目的并不是为了负债，而是带有某种“研究”性质。在这里巴菲特已经说得很清楚，就是为了了解这种负债的风险特征究竟是什么，然后才以身试“债”的。换句话说，伯克希尔公司本来可以不用介入其中，只是因为某种原因才“被迫”介入的。

他举例说，伯克希尔公司2001年就曾经这样操作过。不过，他说的这个例子非常复杂，简单一点说就是：2000年末，伯克希尔公司和美国橡树资本公司等私募基金，开始陆续买进一家专门为中小企业金融提供服务的控股公司Finova Group Inc公司的主要子公司Finova Capital的债券。当时Finova公司的问题已经非常严重，流通在外的债务中约有110亿美元无法收回。伯克希尔公司等买主估计Finova公司最终难逃破产命运，但又确信该公司破产清算后债权人不但能收回投资，并且还能有利可图，所以当机立断，以相当于面额三分之二的价格联合购买了Finova公司大约13%的债权。

不出所料，Finova公司在2001年初就无法清偿债务了，于是这些债主们就联合起来向该公司提出解决方案。最终形成的方案是：每一位债权人都可以拿到相当于面额70%的本金和利息（看看，这已经可以确保当初的投资全部收回了），剩下的30%部分则领取利率为7.5%的分期应付票据（因为Finova公司实在没钱了，只能以“欠条”代替）。

接下来的问题谁都能想到：既然Finova公司已经破产了，怎么可能还拿得出钱来呢？这时一个天才的发明出现了：伯克希尔公司和另一家债主联合组建一家新公司，由这家新公司向某家金融公司（即现在的美洲银行前身）贷款56亿美元，伯克希尔公司为这笔56亿美元贷款提供90%的担保，其余10%的担保由那家公司提供。然后，它们再把这笔贷款转借给Finova公司，让它用这笔钱来归还债主。

这样做的好处是，既解决了各方资金周转问题，伯克希尔公司等债主又能顺利收回原有欠款并且还有获利，而且在此基础上还能收到担保这笔贷款应该得到的利息收入。仅仅到2002年末，这笔借款就只剩下39亿美元尚未偿还，可见这项天才发明还是非常有效的。

巴菲特举这个例子是想说明，伯克希尔公司本来是没必要用自己的资金去购买这种不良债务，但现在既然有橡树资本这样的“带头大哥”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邀请加入，又能确保全身而退并从中获利，介入时间又不长，这种举债还是非常有意思的。

巴菲特特别指出，这种把应收账款“证券化”的做法在业内非常多见，可是在资产负债表上却反映不出由此产生的债务。

三是美中能源集团公司的债务率虽然相当高，可是这些债务只是美中能源集团公司的债务，不要与伯克希尔公司的债务混为一谈。

许多投资者往往把伯克希尔公司旗下子公司的投资和债务全都说成是伯克希尔公司的，甚至直接说成是巴菲特的，这不对，也不符合客观事实。就像是美中能源集团公司的债务，虽然同样会出现在伯克希尔公司合并后的资产负债表上，可是由于这是两家不同的法人企业，并且伯克希尔公司也没有为美中能源集团公司的债务提供担保，所以这笔债务无论如何对伯克希尔公司来说是非常安全的，并且对美中能源集团公司来说亦是如此。支付这笔债券利息的资金，来源于美中能源集团公司非常稳定的公用事业收入，更不用说绰绰有余了。

综上所述，巴菲特介绍伯克希尔公司对债务的基本态度是：如果是为了购并企业和经营目的而发生大量债务，对此他们根本不感兴趣。虽然这种做法从传统观念来看过于保守，但无疑会降低未来经营风险。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时要关注该企业的负债率无论如何都不能过高。从伯克希尔公司的指导思想看，只有当短期现金非常充裕时才可能会短期负债，绝不会因为购并企业和经营目的而大举负债。

防止被无底洞投入拖垮

现在让我们来说说糟糕的生意。比较差的生意是那种收入增长虽然迅速，但需要巨大投资来维持增长，过后又赚不到多少，甚至没钱赚的生意。想想航空业，从莱特兄弟飞行成功的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那天到现在，这个行业所谓的竞争优势被证明纯粹子虚乌有。事实上，假如当时有某个富有远见的资本家在基蒂霍克（Kitty Hawk，莱特兄弟试飞的地方）的话，他应该把奥利佛·莱特打下来，给他的后辈们帮上一个大忙。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注未来经营中需要大笔资金投入的项目，尤其是要想一想这样的大笔投入会不会是一个无底洞？无底洞投入对公司来说很可能是致命的，会把公司彻底拖垮。

巴菲特在伯克希尔公司 2007 年年报致股东的一封信中说，现在来看看比较糟糕的生意。一般来说，比较差的生意就是那种销售收入增长虽然很快，可是需要巨大资金投入才能保持这种增长量，最后又赚不到多少钱甚至还根本没钱赚的类型。想一想航空业就是如此。

全球航空业自从美国人莱特兄弟 1903 年第一次完成飞行后到现在，这个行业的所谓竞争优势事实证明是不存在的。说句玩笑话，如果当时有某个富有远见的资本家在场，就应该把这架试飞的飞机打下来，这样就会给他后来的那些资本家们节省不少亏损了。

巴菲特无疑是一位大资本家。从巴菲特这里的语气可以看出，他对航空业这种无底洞投入对投资效益的连累是非常深恶痛绝的。

关于这一点，可以从巴菲特经常引用的一则黑色幽默中看出来。他说，有一次别人问美国维尔京亚特兰大航空公司老板怎样才能成为一名百万富翁？这位老板回答得倒也干脆：其实也没什么秘诀啦，简单地说就是你首先要成为一名亿万富翁，然后再去购买一家航空公司，这样很快就会成为百万富翁了。换句话说就是，如果亿万富翁去投资航空公司，很可能会穷得只剩下一条短裤的。

巴菲特认为，航空公司从它开出第一个航班开始，对资金的需求就是贪得无厌的。而投资者呢，本应该对它敬而远之，可是往往会被航空公司的高速成长所吸引，把钱源源不断地投入这个无底洞。一向小心谨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慎的他由于经不起其中的诱惑，所以也加入了这个大军。

巴菲特在这里所指的是，1989 年伯克希尔公司投资 3.58 亿美元，购买了美国航空公司年利率 9.25% 的优先股。可是一买入该股票后，他就感到上当受骗了。因为美国航空公司的效益非常差，不久就连优先股股息也付不出来了，最终在 1998 年卖出了手中的这些股票。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，投资美国航空公司优先股时，他相当崇拜这家公司总裁，当然，直到现在仍然如此。但崇拜归崇拜，却不应该只看到美国航空公司过去历年来的获利能力，以及过于相信特别股能够给公司带来强有力的保护，所以就不对该公司的庞大投入进行研究，也没有对整个美国航空业进行认真的分析研究，就贸然投入这样的巨额资金。

他的意思是说，如果他对整个美国航空业有一个深入而正确的研究及判断的话，就绝对不会投资航空公司股票了。

当时的背景是，美国整个航空业的收入在激烈的价格竞争中大幅度下降，可是航空业的成本结构却依然停留在高位。这样，如果成本结构不能进行调整并且有效下降，整个行业的经营业绩也就无从谈起。无论过去航空业有着什么样的辉煌历史，都不能回避这个问题。

巴菲特在这里所说的高成本，实际上是指航空公司居高不下的人员费用支出。如果不是公司面临倒闭的危险，这种费用就降不下来，最终损害的只是公司普通股权益。以美国航空公司为例，1990 年到 1994 年间的累计亏损高达 24 亿美元，把普通股股东的权益几乎侵吞完了。

不过巴菲特到底是巴菲特，由于当初他在买入美国航空公司优先股时给自己系上了一条“安全带”，所以在美国航空公司股票业绩非常糟糕时依然可以从中大赚一笔。更幸运的是，就在巴菲特全部抛出美国航空公司股票后的 10 年里，该公司居然申请破产了 2 次！

读到这里，读者一定会非常关心巴菲特是怎样为自己的投资系上“安全带”的，因为人人都想学一学，但不一定每个人都学得像，这就是巴菲特购买美国航空公司的股票是“特别股”。

所谓特别股，就是即使该公司业绩下滑得厉害，仍然要保证向投资者支付特别股股息。更让人叫绝的是，当初巴菲特在投资这笔特别股时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专门在合约中加了一条惩罚性条款，那就是如果该公司延迟支付股息要加计5%的罚息。后来果真出现了这种情形，所以伯克希尔公司依然能从中收到13.25%和14%的罚息。更重要的是，这种惩罚性条款的存在会迫使美国航空公司尽快偿还伯克希尔公司的欠款。

就这样，截止到1997年时，伯克希尔公司已经陆陆续续从美国航空公司手中拿到2.4亿美元的特别股股息，而这时候的该股票价格已经上升到当初投入时的价格。也就是说，这2.4亿美元完全可以看做是伯克希尔公司在这上面的投资获利，这样看来投资获利还很不错。

直到1994年，伯克希尔公司仍然可以每年拿到特别股股息。1994年以后感觉该公司前景不妙了，巴菲特决定在财务年报中把美国航空公司特别股的账面价值减少到75%，1995年时甚至提出以面额50%的价格卖掉这些股票，只是最终并没有卖出去。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要特别避开资金需要量特别大的股票，因为这意味着经营风险。当初他投资美国航空公司股票就是一个典型案例，幸亏他投资的是特别股并且还增加了加计罚息的条款。

把风险控制在可控范围内

这对伯克希尔的影响如何，取决于最终有多少“已知”的理赔要负责，以及将有多少还未申请理赔的保单会出现、要求我们负责，理赔金何时正式支付，以及伯克希尔能在这笔钱支付前创造出多少现金。我跟詹·阿杰认为情况将对伯克希尔有利，而且即使判断出了差错，伯克希尔也能应付自如。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司未来的经营风险是否能控制在可以承受的范围内？就好比一个人生病一样，谁都不能保证人的一生中什么毛病也没有，但只要这些毛病能看好（能够控制），那就和不治之症有着本质区别。

巴菲特在伯克希尔公司2006年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司签订了数额庞大的可回溯再保险合约，这对伯克希尔公司的影响究竟有多大，关键取决于这样几个因素：一是最终会有多少明确的理赔损失要由伯克希尔公司负责，这部分应当是非常明了的，逃也逃不掉；二是暂时还不能明确的理赔损失中，最终有多少需要伯克希尔公司理赔的保单会出现；三是这些已经明确和尚未明确、最终同样必须由伯克希尔公司理赔的保单究竟在什么时候兑限；四是伯克希尔公司在支付这笔赔偿金之前能够创造出多少现金流来；而根据他和伯克希尔公司负责巨灾保险业务的詹·阿杰两人分析，参加这项保险，情况对伯克希尔公司是有利的，万一判断错误，伯克希尔公司也能应付得了。

那么，巴菲特在这里所说的“可回溯再保险”合约究竟是个什么东西呢？实际上，这就是“回溯式再保险”。从本质上看，这也是一种再保险，但它的生效日期却不是现在或以后，而是可以回溯到过去，即可以从以前的某一天开始算起。

巴菲特说，保险行业在全球出现300多年以来，一直没有发生过保险公司破产的事，大家似乎就觉得从事保险这一行业是最“保险”不过的事了，直到发生石绵事件大家才改变了这一看法。

20世纪80年代，由于环保问题和产品索赔声浪四起，保险公司的理赔成本迅速提高，几十年前签下的那些已经被人遗忘了的保单，使得保险公司的亏损金额大幅度攀升，许多保险公司最终只能破产倒闭。

而就在这时候的1996年，某公司高层投入111亿英镑成立了一家名叫意克达（Equitas）的新公司，用来承担1993年以前的所有保险合约。一开始大家都觉得，这样一家公司必定会困难重重、没有出路，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在最后一张保单理赔后的13年后，也就是2006年，巴菲特和詹·阿杰认为该公司暂时还不会倒闭，所以愿意给它提供巨额再保险合约。

毫无疑问，这时候意克达公司前途未卜，谁也不知道在它身上究竟存在着多少等待赔偿的数额，所以伯克希尔公司提出，只要意克达公司把71.2亿美元浮存金全部支付给伯克希尔公司，伯克希尔公司就愿意承担未来的赔偿金，但最多不超过139亿美元。

虽然139亿美元的数额比意克达公司最近一次债务总额的评估要超出57亿美元，但巴菲特的算盘是，如果真的要付出这么多赔偿，伯克希尔公司的强大财务实力也足以保证不会影响未来的竞争优势。也就是说，如果伯克希尔公司在这笔投资上“赌”输了，风险仍然可以控制。

那么，最终结果怎么样呢？巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中汇报说，现在情况已经明朗化，伯克希尔公司要承保的只是一笔保费为71亿美元的单独保险。

巴菲特在这里所说的对意克达公司提供的再保险，就是回溯式再保险，因为这种灾害已经发生了，投保是事后之举。为了更清楚地看出这种回溯式再保险的复杂性，这里再举一个例子来说明。

美国最大的市政公债保险商MBIA公司，在意识到自己可能会出现1.7亿美元的巨额亏损后，在1998年获得了一笔特别再保险。这笔再保险虽然有点像贷款，可是却并不妨碍该公司管理层和其他员工当年拿到3600万美元的丰厚奖金。因为避免了这1.7亿美元亏损，MBIA公司当年的利润增长了42%，但如果要把这部分亏损计算在内，那么无论是经营业绩还是股东投资报酬率、每股盈余都要大打折扣，直接影响奖金发放了。之所以会这样，是因为当时还没有爆发安隆公司风波，所以大家还没有对这一现象引起足够重视。

可是时间到了2003年就不同了，当全球规模最大的保险公司美国国际集团（AIG）出售一笔回溯式再保险时却被逮住了，原因是这种资金轮回操作在客户账面上显示不出亏损来。

换句话说，客户购买这种保险，实际上就像在火灾发生之后再购买火灾保险一样，火灾保险所造成的损失由于从保险公司那里可以得到赔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偿，所以在账面上并不会出现；与此同时，投保这样的保单又不需要在“过去”实际付出保费，不会对当期经营业绩产生什么实质性影响。

看到这里有些读者也许会问：既然这样，保险公司为什么还要卖保单给客户呢？原来，客户没有付出保费就能得到实际赔偿，是因为对保险公司做出了未来会购买这家保险公司更多保险的承诺。这种行为在保险行业非常多见，也不违反会计准则。并且在保险行业，这种“粉饰盈余”的行为究竟属于金融交易还是风险转移，也并没有定论。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的未来经营风险是否依然在可控范围内。他以对意克达公司的回溯式再保险为例说明，只要这种风险能控制在允许范围内，就不至于构成实质性风险。

特别警惕金融衍生产品

如果在看到我们处理衍生性金融商品的经验，加上美国联邦住宅贷款抵押公司去年被揭发大规模的舞弊行为后，让你开始怀疑这方面的会计原则，这就表示你变聪明了。不管你具备多丰富的金融知识，你都无法经由阅读这些从事衍生性金融商品公司的相关揭露文件来了解它到底背负了多少潜藏风险。事实上，你越了解这些衍生性金融商品，你就越知道这些制式文件能够给你的讯息多么有限。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司是不是拥有金融衍生产品。在他看来，金融衍生产品极其复杂，所以无论是谁都无法正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断该公司的未来经营风险大小。这样事情就变得比较简单了：如果该公司有金融衍生产品，那么最好是对它敬而远之。

巴菲特在伯克希尔公司 2003 年年报致股东的一封信中说，如果你们看到伯克希尔公司在处理金融衍生产品方面的经验，再加上当年美国联邦住宅贷款抵押公司（Freddie Mac，中国人俗称“房地美”）被揭发有大规模舞弊行为后，你开始怀疑这方面的会计准则，那么这表明你开始变聪明了。因为无论你具有多么丰富的金融知识，你都别想只通过阅读这些公司的相关材料，就会了解该公司未来有多大的经营风险。事实证明，你越是了解这些金融衍生产品，你就容易知道这些格式化文件给你提供的有用信息是非常有限的。

提到金融衍生产品，巴菲特会经常提到通用再保险公司。他在伯克希尔公司 2003 年年报致股东的一封信中说，在伯克希尔公司购并通用再保险公司时，该公司就有一个专门负责金融衍生产品的交易部门。而当伯克希尔公司 2002 年初开始着手清算通用再保险公司证券时，该公司还有 23218 份合约流通在外，涉及到 884 位客户。巴菲特对这些客户一无所知，所以也就根本谈不上去评估这些合约潜伏着多大的经营风险。这也是他要求对这些项目进行清理的主要原因之一。道理很简单，既然你对这些业务根本不了解，又怎么去评估它的内在价值呢？

直到两年过后的 2003 年年末，通用再保险公司流通在外的金融衍生产品合约依然有 7580 份，涉及到 453 位客户。不用说，在这个过程中投入的人财物代价已相当高，仅仅是 2002 年和 2003 年两年中造成的税前损失就分别达到 1.73 亿美元和 0.99 亿美元。这些损失是根据市场公允价格来计算的，幸亏在这过程中市场价格波动不大，如果遇到金融危机，许多衍生性产品变得一文不值，这时候的损失就惨了。

所以巴菲特忏悔说，如果当初他购并通用再保险公司时能当机立断马上关闭金融衍生产品部门，至少可以减少 1 亿美元税前损失。当然巴菲特对金融衍生产品的观点也不是后来才有的，一开始就知道其中潜藏着巨大风险，只是看到当时账面上还有盈利被迷惑了。

巴菲特把金融衍生产品比作是交易双方和政府经济系统的“定时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

炸弹”。他解释说，金融衍生产品合同的交易时间很长，也很复杂，虽然在完成最终交易之前并没有发生一分钱的换手，可是却要随时把假如这种交易实现所能产生的利润或亏损记在资产负债表中。

这种金融衍生产品合同最终能否实现，除了抵押或担保之外，完全取决于交易各方的信用如何。更主要的是，如果你想结束这种交易也并不是容易的事，通用再保险公司的金融衍生产品处理过程就能证明这一点，仅仅退出就需要好几年时间。真是叫你进也不是，退也不是。

巴菲特介绍说，金融衍生产品和再保险业务一样，两者都能创造出被疯狂夸大的报告利润来。之所以这样说，是因为这种利润在相当程度上是以“预估”为基础的，并且这种不准确性几年内都可能不会被曝光。

既然利润可以“预估”，那么当事人就会出于自己利益的考虑，来进行账务调整。反映在会计核算上，它们通常会根据市场标价来计算出一部分利润，并且还可以进行实际付款（可以是全部付款，也可以是部分付款），但奇怪的是这种交易并没有真正的市场。或者可以说，这种效益是“虚构”的，可是这种虚构交易所产生的利润却可以反映在报表上。想一想就知道这里面的水分有多大？所以，巴菲特把这种会计方法称之为“神话标价”法。

有人会问，这时候的审计人员都到哪里去了呢？确实，这个问题问得好。可是巴菲特认为，审计人员要核查这些数据并不是一件容易的事。举例来说，2002 年末，虽然通用再保险公司的证券部门这时候处理这项业务的时间已经结束了 10 个月，可是依然有 14384 份合同需要履约，并且这些合同方分布在全世界的 672 个地方，其中每个合同都有一到几个参考项目的价值或正或负，其复杂程度难以言表。所以即使是专业审计人员，也会得到完全不同的审计结果。

更可怕的是，金融衍生产品的风险会造成连锁反应。有的当事人可能会非常谨慎，相信自己身上的巨大风险已经被分散掉了，可是实践证明，由于这些衍生产品错综复杂，所以说不定就会什么时候冒出一个麻烦来，并且很快传染给其他人。

巴菲特说这些话的时间是 2002 年、2003 年，果不其然，2008 年就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国爆发了由次贷危机引发的全球金融危机，其根源就在于错综复杂的金融衍生产品。事实再次表明，巴菲特的担心是非常正确的，而他提前处理通用再保险公司的金融衍生产品也是有先见之明的。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特称“金融衍生品是大规模武器”，无论谁都无法准确评估其风险大小。比较稳妥的办法是，如果该公司涉足金融衍生产品投资项目较多就最好对它敬而远之，这是避免经营风险的最好办法之一。

注意财务数据中的可疑之处

这类错误投资最后的下场往往是在财报上一次打销提列非常损失。专业经理人最喜欢这样搞，这使得近年来这类“不常”发生的科目，反而成为一般公司损益表上的常客，至于它发生的原因则没有人愿意花时间去深究。CEO 通常将它们归类为无性生殖。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注其中有没有可疑数据。可疑数据的真实性当然值得推敲，所以对它们要多加考察。当然，这里的可疑并看不到它鬼鬼祟祟的模样，必须具备一定的会计知识才行。

巴菲特在伯克希尔公司 2000 年年报致股东的一封信中说，上一年度他在财务年报中曾经很兴奋地表示政府雇员保险公司将要在广告投入上投入大动作，并且每一分钱都会用在刀口上。可是现在看来他错了，因为这些广告投入并没能带来多少咨询电话，并且每一个咨询电话的分摊成本还有所上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特分析说，这主要有四大原因：

一是广告频率过高，大而密集的广告投人使得广告效果越来越差。

二是政府雇员保险公司过去的优势是低价竞争，而很显然，通过这些年的市场占有，比较容易接受公司理念的客户越来越少。

三是政府雇员保险公司的投保资格审核越来越严、标准越来越高，并且当年又提高了费率，这样也会把一部分客户阻挡在大门之外。

四是财产保险的竞争形势发生了重大变化。具体地说就是，当年排名第一的保险业同行的承保损失率高达18%，而政府雇员保险公司是4%。当年政府雇员保险公司的保险浮存金成本高达6.1%，离巴菲特的目标要求（零）相差甚远，更不用说那家排名第一的保险公司浮存金成本有多高了（据巴菲特估计，至少应该在23%以上）。

巴菲特的意思实际上是想说，政府雇员保险公司当年的成本在提高，其他同行的情形也大同小异，甚至会比它更高。

巴菲特特别指出，上市公司中很少有管理层会这样检讨自己。发生这种错误之后，最常见的结果是在财务年报上一次性提列“非常损失”来把它处理掉。尤其是职业经理人最喜欢这样做，从而使得这样的会计科目本来是不应该经常发生的，现在却可以在财务年报中经常看到。至于它为什么会成为一张“老面孔”，却很少有人去进行深入的研究。

在这里，巴菲特还用到了“无性生殖”这个词。所谓无性生殖，本来是指亲体不通过两性细胞结合而产生后代个体这样一种生殖方式，如分裂生殖、出芽生殖、孢子生殖、营养生殖、组织培养、克隆等等。巴菲特在这里的意思是说，这是一种“不正常”的会计行为，就像“两个男人”或“两个女人”在一起就可以“生孩子”一样令人可疑。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，虽然美国上市企业的财务年报中已经不存在什么“诚信系统”，可是伯克希尔公司的资产负债表项目却是可靠的，尤其是财务年报中为保险业务估算损失的储备金会力求精确。要知道，这种储备金并不包括已经发生的损失，而只是一种预提，是作为预备将来可能会造成的损失使用的。当年伯克希尔公司提取的保险储备金数额为560亿美元。

巴菲特的言外之意是说，由于这笔还没有明确用途的保险储备金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在，你在阅读这份财务年报时就应该对其中的相关数据抱有更大信心。它就像一笔“机动经费”一样，可以应付未来不经意间冒出的费用支出，不至于以后在财务报表上提列“非常损失”。

说到这里，巴菲特还特别说了一个寓言故事，来形象地说明其中的奥妙。

他说：一位小伙子正在欧洲进行一次重要的商务旅行，这时候姐姐打电话来告诉他说父亲去世了。小伙子的行程还没有结束，还有重要的事情要办，不能马上赶回去，这怎么办呢？小伙子想，既然父亲去世了，他又不能在身边帮忙料理，所以只好由他来承担整个葬礼费用，也算是最后为父亲做点事情吧。

等到小伙子回家后，姐姐递给他一张数额 8000 美元的账单，告诉他说整个葬礼办得很顺利。不用说，这张支票上的数额就是要小伙子支付的整个葬礼上的费用开支了。

事情到这里本来可以结束了，可是过了一个月后他收到了一张 10 美元的账单，一问才知道这是他父亲在葬礼上租用的一套西装，现在已经随父亲的遗体火化掉了。由于这套西装是租用的，所以从此以后的每个月他都要支付 10 美元租金的账单。

巴菲特借用这个故事是想说明，财务年报所反映的数据中应该把各种费用提足，包括那些可能会出现的费用和损失也要估计在内，更不能有这种遗漏的费用项目存在。否则，不是这种财务数据不能真实反映企业经营业绩，就是到将来还要另外想办法加以处理。当然，最常见的办法就是把它归到“非常损失”会计科目中去。

巴菲特说，每家保险公司都有这种“租赁的西装”被埋在世界各地，虽然具体数据不清楚，但可以确定的是数量相当庞大。但对于伯克希尔公司来说，为此提列的拨款准备他相信是足够的了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要特别关注诸如“非常”“其他”等字眼的销售收入、费用成本、债权债务。一旦沾上这些字眼，就很可能表明这些数据是虚构的、暂估的，一句话，它们比较可疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层的酬薪有方向标作用

在判断美国企业是否真的有心进行改革，CEO 的薪资报酬绝对是最关键的指针之一，然而直到现在，其结果显然令人感到相当失望。少数 CEO 包含通用电气的杰夫·伊梅尔特带头推动公平对待经理人与股东双方的方案，然而总的来说，他的示范所获得表面的赞许显然远多于实际的跟进动作。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司经营管理层尤其是首席执行官的酬薪高低，因为这种酬薪在警示未来经营风险方面具有一定方向标作用，能够从中得到一些启发。

巴菲特在伯克希尔公司 2003 年年报致股东的一封信中说，在判断美国上市企业是否真的有心进行改革时，首席执行官的酬薪绝对是最关键的指标之一。可是遗憾的是直到现在（2003 年），结果依然令人相当失望。因为在这其中只有少数首席执行官，如通用电气（GE）公司首席执行官杰夫·伊梅尔特（Jeff Immelt）带头推动公平对待公司管理层和公司股东的方案，然而总的来说口头表扬的多、实际跟进的少。

巴菲特说，这种情形实际上很好理解，因为归根到底，公司首席执行官及其代表薪资委员会在制定酬薪制度时，绝对会有利于自己的这一方。首席执行官如果能为自己多争取到 10 万股认股权或 50 万美元年薪，这对整个公司财务年报上的经营业绩影响并不大，可是对于首席执行官个人来说意义就很大了。虽然这时候薪资委员会也会装模作样地进行谈判，但这种过程往往带有演出性质。

从巴菲特的观点看，首席执行官的这种离谱的酬薪行为在 20 世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90年代开始变本加厉。一旦某上市公司某个离谱的酬薪方案被采纳，其他上市公司就会立刻跟进，并且进行相互攀比。而其中的推手就是人力资源顾问和公关部门，因为他们很清楚，他们的个人利益要仰仗于首席执行官，所以就在这方面推波助澜了。

也许有人会问，上市公司董事会中不是有独立董事吗？确实如此，但经历丰富的巴菲特一说到独立董事就来气。因为他自己曾经担任过20家左右上市公司的独立董事，在这方面最有发言权了。

他在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，当年他特地关心了一下许多上市公司发布的财务年报，看看它们按照法律规定设置的独立董事是怎样来行使职权的。要知道，设置独立董事的法律依据是1940年制定的投资公司法。按理说，独立董事应该有两项最重要的任务，那就是寻找并留住最优秀的公司管理层，并且给以适当、合理的酬薪。

可现实怎么样呢？巴菲特的考察表明，即使这些上市公司的经营业绩非常可怜，独立董事们仍然会年复一年地续聘原有公司管理层，而且会畅通无阻地核准远远超出合理程度的管理费用；即使这家上市公司最终破产被拍卖，这些独立董事们仍然会与新的公司管理层签订合约，摇身一变就成了新的独立董事。不用说，他们不是为这个公司着想，更多的是为自身利益着想。

巴菲特认为，这些独立董事的“摇摆狗行为”并不表明他们就是“坏人”，是董事会中的特有气氛让他们本该忠诚的基因沉寂了下来。

巴菲特说，直到他动手写这篇财务年报的时候，那些上市公司（基金公司）还在一边伤害投资人权益，一边大幅度增加公司管理层的费用标准。特别需要注意的是，这些公司本来就比一般美国企业的投资报酬率要高，而现在这些公司管理层为了扩大自身获利，居然以这种手法践踏股东利益。他绝对不会相信，当公司管理层侵害这些董事自身权益时，这些董事还会采取这种吊儿郎当的态度。

从美国上市公司的实际情况看，几十年来，无论上市公司中比较传统的董事制度还是最近冒出来的一些新规定，都无法选出真正具有独立性的董事。一旦有人完全根据董事酬薪可以生活得很好，那么他一定会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

千方百计争取多担任几家上市公司的董事；而离谱的是，就连这种人居然也被当作是“独立”的董事，其实他们早就无法真正独立了，因为其中牵涉到他们个人的利益在内。

与此相反的是，伯克希尔公司董事之一罗恩·奥尔森（Ron Olson）律师，由于他从伯克希尔公司领到的是法律顾问费而不是董事酬薪，并且他从这里得到的收入只占他个人总收入的3%，所以他反而不会认为是独立董事，这真是奇怪了。而在巴菲特看来，正因为他从中得到的收入比例很小，这种角色才会具有独立性；相反，如果你从任何一个地方得到的酬劳占你总收入的20%、30%或者50%，就一定会影响到这种独立性。至于这种收入叫什么名称（董事酬薪、法律顾问费或其他），则不是最重要的。因为名称可以变，但其实质却不可否认。

巴菲特一针见血地指出，董事会真正的独立，意味着企业发生错误时要有勇气挑战首席执行官，这是最重要的特质之一。例如在伯克希尔公司的11位董事中，他们所持有的股票价值超过400万美元，并且这些股票都是从公开市场上买入的，其中有6位持股时间超过30年。伯克希尔公司从来没有给他们发放过认股权或特别股。

巴菲特的意思是说，在伯克希尔公司，这些董事们才能真正发挥作用，抑制公司管理层费用，因为他们本身就是股东，所以能够从股东利益出发来进行监督。并且他们这种监督是真正独立的、纯粹的，因为他们从中并不能得到什么报酬，他笑称这是“所有者资本主义”。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注公司管理层酬薪是否合理、标准是否过高，尤其是公司董事不能真正站在股东立场上监督甚至还为此推波助澜，这也是一种经营风险，而且这种风险更隐蔽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

内在价值胜过账面价值

读年报读的主要是内在价值

我写这份报告的目的是为股东们估计伯克希尔的内在价值并提供相应信息。之所以说是估计，是因为尽管计算内在价值在投资中为重中之重，但往往并不精确，且错误常常非常严重。公司业务的前景越是不确定，内在价值的计算就越是有可能谬之千里。不过伯克希尔公司具有以下有利因素：种类众多的相对稳定的收入流，同时拥有巨大的流动性和很少的债务。这些因素使伯克希尔公司能够比其他绝大多数公司更为准确地估计内在价值。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注内在价值，甚至可以说，阅读财务年报最主要的就是读其内在价值。对内在价值的重视程度要超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过账面价值，这才算是抓住了要领。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，他写这份财务年报的目的就是为了帮助股东们用来估计伯克希尔公司的内在价值，并为之提供相关信息。毫无疑问，计算内在价值是股票投资中的重中之重，但之所以说是估计，是因为这种对内在价值的估计往往不可能做到精确，不但如此，而且往往错误还很严重。尤其是当该公司业务发展前景不确定时，这种对内在价值的计算很有可能相差十万八千里。不过，伯克希尔公司具有一些有利因素，如种类很多并且相对稳定的现金流，负债很少，这些都会使得伯克希尔公司在估计内在价值方面比其他绝大多公司更准确。

那么，在巴菲特眼里，伯克希尔公司的内在价值又究竟是怎么计算出来呢？他说，1965年时伯克希尔公司还只有一家小小的纺织厂，所以计算内在价值要相对简单，发展到如今（2005年），伯克希尔公司旗下已经拥有68家企业，而且这些企业的经营特点和财务特点相差很大，简直可以说毫无关联，再加上伯克希尔公司庞大的投资规模，所以很难一下子就能通过合并的财务年报对其内在价值做出一个合理估计。

为了解决这个难题，伯克希尔公司每年都要在财务年报中把这些庞杂的业务划分为四类，然后逐一进行详细分析，并且提供各类业务及其企业的主要数据，帮助股东对其内在价值做出合理估计。

当然，伯克希尔公司总的内在价值可能会高于或低于这四类业务内在价值的总和，因为这还涉及到公司总部的资本配置能力和效率，关于这一点，就要由各位股东自己来做出评判了。

例如，巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，当年该公司的净值增加了136亿美元，从他接手伯克希尔公司的39年来，每股净值已经从当初的19美元增长到现在的50498美元，年平均增长率约为22.2%。接下来他马上话锋一转说，伯克希尔公司真正在乎的应该是其内在价值而不是账面价值，幸好，伯克希尔公司已经从1964年摇摇欲坠的纺织品公司跻身于涉足各大产业的大型集团，并且更为可喜的是，伯克希尔公司的内在价值要远远超过其账面价值。换句话说，在这39年间，伯克希尔公司账面价值的年平均增长率要远远超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过22.2%。

应该说，股票投资者如果能做到十分关注该股票的内在价值而不是账面价值，那么投资理念就会有一个质的改变。换句话说，就不会为了股价的迅速上升而感到高兴、为股价的迅速下跌而感到沮丧了。因为归根到底，决定股票价值的应该是其内在价值，虽然股票投资获利最终要从股价上涨中才能得到实现。

例如，巴菲特在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司在股票投资方面并没有什么动作，这是因为美国股市受高科技股泡沫破灭后遗症的影响，整个股市已经连续三年下跌了，伯克希尔公司投资的这些股票价格也在下跌。

初看起来，这非常符合中国人投资股票“买涨不买跌”的思维，但巴菲特却不是从股价涨跌而是从内在价值是否具有投资价值角度来看问题。他说，虽然美国股市已经连续下跌了三年，大大增加了股票投资的吸引力，但是他还是很难找到内在价值已经到达安全投资区域的投资对象。他的原话是，“不认为它们的股价有受到低估的可能。”

那么，巴菲特这里所说的内在价值安全投资区域又是指什么呢？他说，如果说股票投资价格要合理，那么每年税前的投资回报率在10%的可能性要非常大。只有年投资回报率能达到10%，才能确保在扣除企业所得税后能够得到6.5%～7%的净投资回报率，这是他的最低目标，如果连这样的目标也达不到，那就干脆在一旁旁观吧。

接下来有人要问了，如果在一旁旁观就能达到更高的投资回报率吗？巴菲特总结说，从他过去61年的投资生涯看，其中大约有50多年会有这样的机会出现，关键是要有耐心。他的原话是，虽然这些短期闲散资金的税后回报率不到1%，但成功的投资理所当然必须要有耐性。

2008年5月初，巴菲特在伯克希尔公司股东大会上面对3.1万股东袒露心迹说，他也不知道股市将来会怎么发展，因为这不是他一个人的游戏。不过他认为股市中永远有机会，投资者真正要做的是每次都要尽可能选择最有投资价值的那个。他特别指出，“财务报告通常不能表明任何问题，想要知道怎么回事就得参与其中。”言外之意是说，投资者阅读财务年报是重要的，但仅仅阅读财务年报是不够的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是要读一切你能得到的东西，这样才会对投资对象有一个全方位的思考和判断。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时更应当关注其内在价值。从某种意义上说，读年报就是要读它的内在价值。只有当其内在价值进入安全投资区域时该公司才有投资价值。为此要有足够耐心等待机会。

关注内在价值意味着理性投资

本公司在去年（1986 年）的账面净值增加了 26.1%，大约是 4 亿 9 千多万美元，在过去的 22 个年头（也就是现有经营阶层接掌本公司后），账面每股净值由 19.46 美元成长到 2073 美元，年复合成长率为 23.3%。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注内在价值的原因之一是理性投资。不用说，巴菲特的一生是理性投资的典范，所以他注重以内在价值高低来判断该公司是否具有投资价值，是很好理解的。

巴菲特在伯克希尔公司 1986 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在当年的账面净值增加了 26.1%，大约为 4.9 亿美元。换句话说，在他接手伯克希尔公司的 22 年间，每股账面净值已经从当时的 19.46 美元增加到了 2073 美元，年平均增长率为 23.3%。

接下来他高兴地说要给各位股东报告一个好消息，那就是当年伯克希尔公司内在价值的增长幅度应该会超过账面价值的增长幅度。之所以说“应该会”，是因为对内在价值的判断比较主观，每个人得出的结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都可能不同，所以他不能强求别人也赞成这一观点。而据他估计，对于同样完全了解该公司的人来说，所得到的结果会相差10%以上。

巴菲特认为，伯克希尔公司内在价值增长迅速的原因，主要是这几年伯克希尔公司除了保险业务外并没有投入额外资金，却照样能稳定提高经营业绩，这就大大提高了伯克希尔公司的经济价值（或称商誉）。虽然这种内在价值不能反映在资产负债表上，但他能明显感到这一特征在当年特别显著。

容易看出，巴菲特之所以称这是一个"好消息"，就在于他是从考察内在价值的眼光看问题的。如果是换了中国股民，也许就不会去考虑甚至根本就不会想到还有内在价值一说，几乎百分之百的人更关心的是股票价格的涨跌及其幅度大小。所以容易看出，能否从内在价值角度来考察上市公司，是真正评价是否价值投资者的主要依据。

而当巴菲特要把这个"好消息"告诉给全体股东分享时，这时候依然受到追捧而不是大家的漠不关心或讥笑，原因也同样在于购买伯克希尔公司股票的投资者也都是一群价值投资的追随者，所以才会在这方面有共同语言。他们甚至可以持有该股票几十年甚至终生拥有，原因正在于他们追求的是理性投资，而这一点是最令巴菲特感到欣慰的。

相反，如果当某只股票的价格增长幅度超过内在价值增长幅度时，巴菲特反而会感到担忧。他一方面会提醒投资者这种局面不会维持太久，另一方面又会提醒投资者这时候要警惕投资风险了。

巴菲特在伯克希尔公司1984年年报致股东的一封信中说，当年政府雇员保险公司的客户大幅度增加，虽然业务经营不是非常理想，只是与同行相比比较突出，可是其股票价格的上涨幅度已经明显大于该公司内在价值的增长幅度。他曾经警告各位股东，这种情形不可能年复一年地发生，总有一天它的股票价格表现会落后于内在价值，这一点在1984年就得到了证实——随着政府雇员保险公司内在价值的快速增长，股票价格却徘徊不前，虽然这会直接影响伯克希尔公司的业绩表现（当年伯克希尔公司拥有政府雇员保险公司36%的股权，而政府雇员保险公司在伯克希尔公司经营业绩中所占的比重为27%），但他觉得这并没有什么不好。如果要让他选择的话，他宁愿要政府雇员保险公司内在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值增长 x 倍后股价下跌，也不会希望其内在价值减少一半而股价却大幅度上涨，要相信，市场最终会给它们一个公道。

巴菲特曾经反复说，理性投资有两大要点：一是确定该公司的内在价值大小；二是以比较大的价格折扣买到该股票。单纯从确定该公司内在价值大小来看，其中就有三种方法可供选择：即清算价值法、继续经营法、市场法。

以其中的继续经营法为例，在确定内在价值时必须知道该公司的现金流和折现率，否则很难进行估计。不用说，这两个指标都是很难确定的。他举例说，他之所以不买微软公司的股票，就是因为无法确认该公司究竟有多少现金流；至于折现率的确定相对简单，他一般是用美国长期国债收益率来代替。在此基础上，他特别注重该公司的负债率要低，这样就明显排除了一些财务风险；同时还要考虑该公司的经营业绩稳定并且长期不变，这样又进一步降低了投资该股票的经营风险。

例如，巴菲特 1988 年投资可口可乐公司时，当年该公司的股东收益为 8.28 亿美元，用美国 30 年国债到期收益率 9% 为折现率，该公司的内在价值应该是 92 亿美元（8.28 ÷ 9%）。而这时候从该股票的市场价格看，其市场价值已经达到 148 亿美元，明显高估了。

可是巴菲特却特别看好可口可乐公司的未来发展前景。他认为，如果一家公司不需要增加投资就可以增加现金流，这时候的折现率就可以采取无风险收益率和净现金流增长率之差来计算。根据该公司过去的 1981 年至 1988 年间净现金流年增长率 17.8% 来假设以后 10 年间该公司的净现金流年增长率为 15%，那么到第 10 年时的净现金流为 33.49 亿美元。接下来的净现金流年增长率即使只有 5%，那么 1988 年的内在价值也能达到 483.77 亿美元。这样一比较，就知道孰轻孰重了。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时能够关注该公司内在价值的都是理性投资者。反过来说，凡是理性投资、价值投资的追随者都应该关注其内在价值，而不该把全部目光放在股票价格的一时涨跌上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值看不见也摸不着

我们保险事业的实际价值永远比其他事业如糖果或是报纸事业难以估计，但是不管用任何计算方法，保险事业的价值一定远高于其账面价值，更重要的是虽然保险业让我们不时会出状况，但这个行业却是我们现在所有不错的事业当中最有成长潜力的。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注内在价值的原因之一在于内在价值看不见也摸不着，所以特别要留心其中的财务数据，以及数据以外的公司基本面，并把它放在整个宏观经济环境中来加以考察。

巴菲特在伯克希尔公司 1990 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司保险业务的内在价值永远要比其他业务如糖果、报纸等行业难以估计。但是无论采用什么方法，保险业务的内在价值一定会远远高出其账面价值，更重要的是保险业务虽然会经常出状况，但这个行业却是伯克希尔公司中所有几个不错的业务中最有增长潜力的部分。

毫无疑问，内在价值这个概念是整个价值投资体系中最基础、最核心、最重要的概念，可也正是如此，无论是谁都无法得出一个有关内在价值的、能够普遍为投资者接受的明确概念，让人有点捉摸不透，即使巴菲特也是如此，这就越让人感到计算内在价值的复杂性了。

例如，巴菲特有一次在伯克希尔公司股东大会上大谈特谈内在价值，畅谈内在价值就是企业未来现金流的折现值。正当巴菲特谈兴正浓时，坐在一旁的巴菲特最亲密的合作伙伴查理·芒格忍不住打断他的话“揭发”说，在他和巴菲特合作的这几十年里，他从来就没有看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到过巴菲特用他所说的现金流计算过他所说的任何一家上市公司的内在价值。

这时候的巴菲特也不恼怒，而是拿出他最拿手的幽默感说，大家知道内在价值的计算和评估是多么重要啊，所以他是不会白天在其他人在场的时候计算任何一家公司内在价值的，而是会在夜深人静的时候一个人悄悄地计算。但股东们知道，巴菲特这不过是打圆场罢了，实际上他真的无法准确计算某个企业的内在价值究竟是多少。

对于一贯推崇价值投资的巴菲特来说，这一点也无损于他的崇高形象。要知道，企业的内在价值就像一个人的内脏，是很难说清楚的；即使借助于现代化医疗工具，也常常会产生误判。

既然这样，是不是内在价值这个概念根本就不需要呢？这完全是两码事。对此，可以从以下四方面来加以说明：

一是内在价值是依附于企业实体的，有企业实体就必定有内在价值。

从比较抽象的概念看，内在价值是从属于企业的一种客观本质属性，却不是企业本身。企业本身只是内在价值的一部分，有时会低于内在价值，有时候也会高于内在价值，这就是为什么股票价格会跌穿资产净值的道理。换句话说，内在价值综合反映了这个企业的成长能力和盈利能力，所以必然是看不见、摸不着的。相反，如果谁有本事把它精确计算出来，反倒是非常可笑的。

二是内在价值既是主观的也是客观的。

说内在价值是主观的，是因为同一企业的内在价值大小需要借助于每个人的主观分析。这种分析是抽象的，所以不同的人得出的内在价值数据大小各不相同，有时甚至会相差好多倍。例如即使面对的是同一个企业同样的经营能力、管理水平、发展趋势、原材料库存，不同的投资者依然会得出不同结论，这是很好理解的。

说内在价值是客观的，是因为判断内在价值的基础离不开这个企业本身。例如，虽然每个人对这个企业的经营能力、管理水平、发展趋势、原材料库存认识不一，但他们所面对的这些方面依然是客观存在的，不会因为每个人的不同意志而忽大忽小。如果有人要离开这个企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈内在价值，不但漫无边际，而且谈的根本就不是这个特定企业的内在价值。

举个不是很恰当的例子来说，如果这个企业的实体是某个人，那么内在价值就可以看做是这个人的人品。大家所看到的这个人是非常客观的同一个人，但是对这个人人品的评价却是非常主观的。

三是内在价值不可能是一个绝对量。

也就是说，由于对企业内在价值的判断中包括部分主观因素，所以最终估计内在价值所得到的不会是一个绝对数量，只会是一个区间。所以既不能因为无法最终确认某个具体数据就否定内在价值，也不能认为内在价值是人为的想象，可以漫无边际。

这方面最典型的是有人认为，同一家上市公司在牛市、熊市中的股价表现悬殊，所以就认定其内在价值也会有非常大的波动，实际上不是这样的。牛市、熊市股价波动悬殊，影响的只是每一位投资者对其内在价值的判断，而不是内在价值本身。换句话说，对于这家上市公司来说，其内在价值是相差不大的。

四是谁对内在价值的判断越客观，谁就越容易取得成功。

由于每一位价值投资者对同一家上市公司的内在价值判断不一，所以其中就必然存在最接近于客观现实的、最正确的那一位。不用说，对内在价值的判断越准确，就越容易取得投资成功。例如巴菲特就从来不看其他人对某只股票内在价值的判断，而是只相信自己的感觉，也就是说他只重视内在价值的客观判断。基于这样的感觉，他在内在价值大大高于股价时买入股票，然后耐心等待，等到股票价格大大高于内在价值时卖出，从内在价值的增值中分享获利，收到良好的投资效果。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，内在价值看不见也摸不着，但这并不能否定内在价值的存在。每一位投资者阅读的财务年报是一样的，可是对内在价值的判断却不会相同。换句话说，内在价值不是一个点而是一个范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值和账面价值的关系

大家可以看到，斯科特·费策的盈余在我们买下之后持续稳定增加，不过与此同时净值却未呈等比例增加，也因此在我们买下该公司时就已经相当不错的股东权益报酬率到现在变得更加优异，我们甚至可以拿它与财富五百强作比较。事实上以斯科特·费策的规模，若单独计便得以列入五百强之林。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注内在价值和账面价值的联系，这种必要性从斯科特·费策公司的年报中就可以看出来。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，当初伯克希尔公司买入斯科特·费策公司的成功案例，就能比较好地解释公司内在价值和账面价值之间的关系。

大家可以看到，斯科特·费策公司的经营业绩在被伯克希尔公司买下后持续稳定增加，不过与此同时，股票净值却没有呈同比例增加。因此，该公司在被伯克希尔公司买下时就已经相当不错的股东权益报酬率现在又得到了进一步提高，并且可以与全球财富五百强企业相提并论。事实上，如果以斯科特·费策公司的规模来看，它确实可以进入财富五百强企业的行列了。

巴菲特介绍说，伯克希尔公司是在 1986 年初购并斯科特·费策公司的，当时该公司拥有 22 家子公司，现在 8 年过去后规模并没有增加也没有减少。当初斯科特·费策公司的账面价值是 1.726 亿美元，而伯克希尔公司的购买价格是 3.152 亿美元。两者之差的 1.426 亿美元，实际上就代表伯克希尔公司认可斯科特·费策公司的内在价值要大大高于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其账面价值，相当于1.8倍（3.152÷1.726=1.826）。

为什么会出现这种情形呢？要知道，就在购并的当年，斯科特·费策公司的获利只有4030万美元，可是由于公司账面上有大量现金，所以依然能够支付伯克希尔公司1.25亿美元的股利分配，这就能从一个侧面证明该公司内在价值和账面价值两者之间的关系了。

另外一点还必须特别指出，斯科特·费策公司的负债很少，所以伯克希尔公司接手后很快就用该公司账面上的现金还清了所有负债（不包括财务公司在内）。也就是说，斯科特·费策公司这些年来一直在以相当保守的财务杠杆，经营并维持其资产流动性。

那么，巴菲特又为什么能把斯科特·费策公司和财富五百强企业相提并论呢？他说，根据1993年的财富五百强企业名单看，如果按照股东权益报酬率排名，斯科特·费策公司可以排在其中的第四位。

不但如此，投资者还有必要搞清楚一点，那就是排在它前面的三位分别是英斯尔克公司（Insilco）、LTV公司、盖洛德公司（Gaylord）。而这三家公司都是因为当年面临破产边缘，坏账被一笔勾销，从而使得当年利润暴增引起的，并不是这些公司的经营业绩真的有什么骄傲的地方。如果扣除这项非正常因素，斯科特·费策公司的股东权益报酬率应该在财富五百强企业中排在第一位，相当于排名第10名企业的两倍。

如此看来，读者就很容易理解为什么巴菲特会愿意以相当于账面价值1.8倍的价格购进该企业了，因为他从内在价值角度看，斯科特·费策公司应当值这个价。并且，就连一般投资者所担心的以下几种情形也不存在：比如该公司是不是到了一个盈利周期的高峰点，或者这种获利是因为具有独占垄断地位造成的，或者拥有巨额负债……其实都不是。在巴菲特看来，最主要的因素是该公司有一个明星经理人拉尔夫·舒伊。

伯克希尔公司购买斯科特·费策公司比账面价值高出的1.426亿美元在财务上是怎么处理的呢？巴菲特介绍说，虽然很多会计师不同意他的观点，但他还是认为这些费用对伯克希尔公司来说并没有多大实质性意义。当然，这笔溢价部分最终会出现在伯克希尔公司的资产负债表上，然后每年摊销掉一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以大家容易看到，仅仅到1994年末，伯克希尔公司账面上扣除已经摊销的溢价发行部分还剩下5420万美元，这个数据加上斯科特·费策公司当年年末账面上的净值9400万美元，实际上就已经等于反映在伯克希尔公司账面上持有该公司的投资成本1.482亿美元。

巴菲特高兴地说，这个数据还不到当初伯克希尔公司购买斯科特·费策公司时价格的一半；可是要知道，斯科特·费策公司现在每年所赚的利润却是当时的2倍了。这实际上从另一个侧面证明斯科特·费策公司的内在价值一直都是在增长的，可是由于每年都在摊销一部分当初买入的溢价，所以在伯克希尔公司账面上反映的投资成本却在连年下降。

这说明了什么呢？这就很好地说明了斯科特·费策公司的内在价值和账面价值之间的差距越来越大！

谈到这里，巴菲特再次表现出对拉尔夫·舒伊的敬佩之情。他说，这完全要归功于拉尔夫·舒伊在企业管理上的专注、聪明、高格调。他善于设立正确的经营目标，然后毫不犹豫地让手下放心去做，而私底下与各位也很好共事。虽然他这时候的年龄早已超过65岁，但依然老当益壮，是巴菲特非常欣赏的那种富有经验的老牌经理人。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时可以通过该公司内在价值和账面价值之间的关系，来具体计算出两者之间处于怎样的一个对比关系，从而判断其投资价值。他以斯科特·费策公司为例来说明了具体策略。

经营业绩并不全都在年报上

当一家公司拥有另一家公司部分股权时，在会计上通常有三种方式来处理投资公司在被投资公司所拥有的权益，其中所持有的股权多寡将决定公司采用何种方式。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司在被投资公司上所拥有的股权大小，因为这直接关系到会计核算上如何处理业绩分配。要知道，由于一家公司拥有另一家公司股权比例多少的不同，被投资公司的经营业绩并不完全反映在投资公司的财务年报上。

巴菲特在伯克希尔公司1980年年报致股东的一封信中说，各位股东在判断伯克希尔公司的经营业绩时，有两项因素必须特别注意，其中之一对公司营运相当有利，而另一项因素则相对不利。

对公司营运相当有利的这项因素，就是伯克希尔公司对没有控股权的被投资企业的盈利分配，并不完全反映在伯克希尔公司财务年报上。通常来说，当一家公司拥有另一家公司的部分股权时，会计核算上通常会采用三种方式来处理被投资公司所拥有的权益。决定采取这三种方法中的哪一种，关键取决于投资公司拥有被投资公司股份比重的大小。

具体地说就是，根据会计准则规定，如果本公司拥有另外一家公司的股权比例超过50%（也有少数例外），就需要把被投资公司的营业收入、费用、所得税、利润等所有会计科目全都合并在本公司财务年报中。举例来说，伯克希尔公司拥有蓝筹邮票公司60%的股权，所以蓝筹邮票公司的上述相关账户都要以60%的比例计算在伯克希尔公司财务年报中，另外40%的权益在财务报表上则反映为少数股东权益。

如果本公司拥有另外一家公司的股权比例在20%～50%之间，那么在本公司财务年报中只需要记录一个会计分录，把被投资公司的投资损失和利润按照股权比例，反映在伯克希尔公司财务年报上即可。

例如，伯克希尔公司拥有威斯科金融公司48%的股权比例，就只要把威斯科金融公司的投资损失和利润按照股权比例反映在伯克希尔公司的财务年报上，而其他两种核算方法则还必须附带一些企业之间的所得税、价格调整等细节。

如果本公司拥有另外一家公司的股权比例在20%以下，那么在本公司财务年报中只能反映实际分配到的股利分红部分，如果还有没有分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配的股利部分，就不能在本公司财务年报上予以反映。

例如，伯克希尔公司拥有某公司10%的股权（符合20%以下的规定），如果该公司当年的利润一共是1000万美元，并且全部发放完毕，那么当年反映在伯克希尔公司财务年报上的数据就只能是这分配到的100万美元；如果当年该公司这1000万美元利润中一分钱也没有分配，那么在伯克希尔公司就一分钱也不能入账。

在这里，巴菲特为什么要花这么多时间给大家上“会计课”呢？主要目的就是为了让伯克希尔公司股东了解，由于伯克希尔公司对各被投资公司拥有的股权比例不同，并且这些公司的利润分配方式不同，所以反映在伯克希尔公司每年财务年报上的经营业绩，会与实际经营业绩之间有差异，并且差异还不小。

尤其是伯克希尔公司的特点是保险业务比重很大，从保险业务中得到的巨额浮存金被巴菲特用于购并企业，而伯克希尔公司对这些被购并对象的控股比例大多小于20%，所以，这就使得本该反映在伯克希尔公司财务年报上的经营业绩，有相当大一部分被留在了被投资公司的财务年报上。因为这些被投资公司的经营能力都非常好，为此每年用于利润分配的比率只是一小部分，因此最终只有一小部分比例能够反映在伯克希尔公司财务年报上。巴菲特形容说，“就经济实质面来说，那只是实际获利的冰山一角而已。”

毫无疑问，既然如此，那么根据财务年报中所得到的数据，就无法完全反映这家上市公司的内在价值了；换句话说，要全面反映这家上市公司的内在价值，就必须从这家上市公司财务年报的数据出发，结合考虑该公司有哪些被投资对象，以及这些被投资对象当年的经营业绩如何、利润分配情况怎样，等等。只有这样，才能真正全面地测算该公司的内在价值。

那么，具体数据有多少呢？巴菲特举例说，当年伯克希尔公司保留在被投资公司账面上的应该分配给伯克希尔公司的未分配利润，比当年伯克希尔公司财务年报上的全年利润还多。虽然这种情况在一般上市公司中并不多见，可是在伯克希尔公司却是经常发生的。

换句话说，如果投资者阅读财务年报时只看该公司账面上的经营业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩，那么实际上看到的还不到一半。不用说，这种一叶障目的做法会导致多大的判断失误了。

也正因如此，如果投资者能够从中发现秘诀，能够不但看到该公司财务年报上的账面价值，还能更进一步通过对该公司被投资对象账面上还有多少未分配利润，来推算该公司“应该有”多少账面利润，这无疑是挖掘到了一座金矿。用中国股民非常熟悉的词汇来说，那就是找到了一匹“黑马”。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报时要关注该公司的内在价值，就必须懂得一些会计核算方法，继而了解除了反映在该公司财务年报上的账面价值以外，是不是还有未分配利润保留在被投资公司账面上？

考核方法影响着内在价值

在伯克希尔我们一直认为要教像托尼这样杰出的经理人如何经营公司是一件相当愚蠢的事。事实上要是我们一直在背后指指点点的话，大部分经理人可能早就干不下去了（坦白说他们大多根本就可以不必要再靠工作过活，75%以上的人都已经相当有钱）。他们可以说是商场上的强打麦奎尔，根本就不需要我们去指导他如何拿棒子或何时挥棒。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注该公司的内在价值和账面价值，与考核该公司经营业绩的方式方法有关。如果考核方法对公司管理层不利，该公司就会千方百计有所保留或隐瞒；相反，如果考核方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开公正，并且不急功近利，这种内在价值和账面价值就会变得更加真实可靠。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，他一直认为，在伯克希尔公司，如果要教像托尼·奈斯利这样的明星经理人如何经营企业，是一件相当愚蠢的事。事实上，伯克希尔公司的做法是彻底放手让他们发挥，用明确而简单的考核方法来进行管理。他如果一直在背后对他们指手画脚，大部分经理人可能早就不干了。因为这些人大多不需要工作就可以过得很好，其中 75% 以上的人已经相当有钱。

看到这里，有些读者可能会奇怪，因为伯克希尔公司是标准的"私营企业"，哪有私营企业放手让下属"自由发挥"的呢？而实际上，这正是巴菲特的高明之处：一方面，他在挑选公司管理层时要求非常严格，除了必须具有高超的管理技巧外，还必须时时处处把企业当做"自己的"一样来用心经营；另一方面，他每年都要在伯克希尔公司财务年报上大张旗鼓地表扬一批经理人，而且指名道姓，如果当年经营业绩表现不好则把责任揽在自己身上，是一种真正的"赏识教育"。

这样做的结果是，这些明星经理人越干越有劲。因为企业经营得好，他们不但能拿到更多的报酬，而且能借助巴菲特的名望而名扬天下。由于伯克希尔公司的财务年报在全球范围内有很大影响，所以经巴菲特这么一说，实际上他们就已经暴露在全球舆论的监督之下，谁也不敢怠慢和掉以轻心，更不敢做假账，否则就不啻于自毁前程。

也正因如此，伯克希尔公司及其旗下子公司的经营业绩才更加真实可靠。就像日常生活中的例子一样：夫妻双方中藏有小金库的一方，通常是用钱不太方便，所以才需要留一手；如果他（她）可以自作主张，也就没有必要这样东藏西藏平添烦恼了。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司虽然掌控着这些子公司的所有权，却会尽量让这些经理人有更好的发挥，具体做法有两点：一是去掉一切不必要的繁文缛节和不能创造生产力的活动，让这些经理人全心全意地安排工作。二是对这些经理人提出的任务相当明确而简单，这就是三句话：首先是要像对待自己拥有的企业一样来经营，其次是把它当做自己家中唯一的资产来对待，最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是你在有生之年无法把它卖掉或者转给别人，换句话说，这家企业会伴随着你的一生。在此基础上，财务报表上反映的数据好看不好看并不重要，绝不要为了报表好看而影响实际经营决策，否则就本末倒置了。

巴菲特自豪地说，很少有哪家上市公司管理层会这样自在地经营企业，原因之一在于其他上市公司的股东往往只看重短期利益，而伯克希尔公司股东看重的是长期利益，所以完全不要为短期利益而分心。

不论是作为大股东的巴菲特还是其他股东，几十年来一直坚持这种观点，伯克希尔公司股东群体相当稳定就是一个很好的证明。

当然，这并不表明公司股东就不用关心公司账面价值了，但毫无疑问，用长期眼光还是短期眼光来看待公司经营是有本质区别的。尤其是在长短期利益发生矛盾时，能否做到短期利益服从长期利益很关键；只有当着重点放在长期利益上，公司才会具有长远竞争优势。

巴菲特总结说，关于这一点，在政府雇员保险公司身上表现得最为充分。长期以来，他和查理·芒格从来就没有要求托尼·奈斯利应该怎么做（以后也不会），他们要做的就是为托尼·奈斯利创造一个最好的工作环境，让他尽情彻底地发挥。

所以，托尼·奈斯利和其他经理人都不需要把时间耗费在毫无意义的董事会、记者会、证券分析会、投资银行家的演示文稿上，也不必担心资金短缺、信用评级、别人对公司经营业绩的预期等等。说穿了，巴菲特要求他们把所有精力都放在公司经营管理上，完全不必搞什么“假、大、空”的那一套。

巴菲特在伯克希尔公司2000年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司专门负责再保险业务的阿杰特·杰恩，为一家公司网站承保了一张10亿美元的大奖保险。也就是说，万一有人中奖，伯克希尔公司要马上付出相当于1.7亿美元的现款。虽然伯克希尔公司从中可以收到数额可观的保费，但一旦开出巨奖就会对当期经营业绩造成很大影响。所以对于这种情况，所有保险公司总裁都有点不愿意向董事会和股东大会解释，因为谁也说不清最终的结果会如何。可是，他和查理·芒格根本就不在乎这种风险将来会对账面利润产生什么影响，只要阿杰特·杰恩觉得可行，他们就会全力支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读年报时有必要关注考核方法，这会关系到管理层怎样对待短期经营业绩的问题，而这又与账面价值、内在价值紧密相连。只有消除做假账的动机，账面价值和内在价值才会更加可靠。

内在价值必须考虑安全边际

第二点一样很重要，那就是我们在买股票时必须坚持安全边际。若是我们所计算出来的价值只比其价格高一点，我们不会考虑买进。我们相信，恩师格雷厄姆十分强调的安全边际原则是投资成功最关键的因素。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注内在价值和账面价值的安全边际。通俗地说就是不要满打满算，而是要留有余地。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，虽然股权投资的计算公式并不难，但却很容易在估计未来年获利率时发生错误。对此伯克希尔公司采取的办法有两点：第一点是只买自己熟悉的股票，这样就排除了诸多不确定性；第二点同样很重要，那就是在买入股票时坚持安全边际原则，如果计算出来的股票内在价值只是比买入价格高一点点，就不会考虑买入该股票。在巴菲特看来，他的老师本杰明·格雷厄姆一贯重视的安全边际原则是股票投资成功的最关键因素。

在这里，巴菲特在提到安全边际概念时是把它与内在价值紧密联系在一起的，而内在价值的概念原本起源于价值投资。也就是说，只有推崇价值投资的人才会关注内在价值；如果你只相信投机炒作，那就根本不用去管内在价值高低了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是现在的问题是，巴菲特发现，无论是不是相信价值投资，价值投资这个概念总是经常被人引用着。一般来说，它表明投资者以比较低的股票/净值比例买入股票，或者说以比较高的股利收益率来买入股票。可是遗憾的是，即使符合这样的特点，投资者依然很难保证自己所买到的股票就具有投资价值；相反，即使以比较高的股票/净值比例买入股票，或者以比较低的股利收益率来买入股票，也并不一定表明这只股票没有投资价值。

投资股票的投资者都知道，市盈率高低确实是衡量这只股票是否具有投资价值的重要标准，但却又不能完全解释该股票是不是具有投资价值。所以巴菲特的真正意思是说，股票投资当然要看股票/净值比、股利收益率，但更主要的还是要看其内在价值。只有内在价值符合标准，并且进入非常具有吸引力的投资区域，才能确保这只股票具有投资价值。

巴菲特提醒说，价值投资者一定要注意，虽然一般来说上市公司的业绩增长会对内在价值的增加有正面影响，但也并不一定代表该股票就具有投资价值。道理很简单，只有当这种业绩增长后所产生的资金能够投入到增加更多经营业绩的活动上去，投资者才可能真正受惠。

说得通俗一点，巴菲特在这里担心的就是中国人常说的“男人有钱就变坏”——只有这些“男人（经营业绩增长的上市公司）”把“钱（多余资金）”用在“正当途径（投入一元钱能够创造一元以上的价值）”上，才是投资者的真正福音。否则，由于业绩增长后资金宽裕了，从而导致该公司大规模投资的决策失误，反而会对投资者有害无益。

他认为，无论该股票目前的价格高低，最值得拥有的股票是那种在今后相当长的时间里能够把大笔资金用在高报酬投资项目上的股票；相反，最不值得拥有的股票是那种总是把大量资金用在低报酬投资项目上的股票。实际上这就是中国人常说的“路遥知马力”。经过长时期这样的高报酬和低报酬率投资，即使原本相差不大的股票也会变得非常悬殊。遗憾的是，前面的这种股票太少了，巴菲特形容说是“可遇不可求”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在伯克希尔公司1980年年报致股东的一封信中说，他非常高兴投入4700万美元买入了政府雇员保险公司的股份，其中一半是1976年买入的，另一半是1980年追加投资的。在这里，他之所以用了“高兴”这个词，实际上就是因为这笔投资具有很大的安全边际。

他说，如果是通过一对一谈判来购买整个企业的话，购买像这家公司这样具有一流经济特征和光明前景、年盈利能力在2000万美元以上的企业至少需要2亿美元。在一些产业，甚至2亿美元也买不到。更不用说，该企业还拥有像杰克·伯恩这样的明星经理人，拥有了该公司也就意味着同时拥有了一批明星经理人队伍，他对此感到最满意不过。

杰克·伯恩1976年上任后，政府雇员保险公司的保费收入就从1976年的5.76亿美元变成了1977年的4.64亿美元、1978年的6.05亿美元、1979年的6.35亿美元，盈利额从1976年的负0.26亿美元变成1977年的0.38亿美元、1978年的0.62亿美元、1979年的0.6亿美元。

容易看出，巴菲特在上述报告中提到“每年的盈利能力在2000万美元以上”的数据，实际上已经非常保守了。这一方面符合巴菲特一贯比较保守的特点；另一方面说明，在此基础上计算公司内在价值本身也就包含了一部分安全边际在内。

接下来，再来看看巴菲特这里是怎样计算内在价值的：如果1980年巴菲特增持该股票后政府雇员保险公司在不追加任何资本的背景下能够持续保持每年6000万美元盈利，那么按照当时美国政府30年期长期国债12%的到期收益率来贴现，这时候该公司的内在价值应该是5亿美元，相当于股票总市值的2倍。更不用说，如果该公司的盈利水平每年能提高2%（这不算多吧），那么公司的内在价值将会达到6.66亿美元。也就是说，这时候该公司的股票价格还不到内在价值的一半！

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，阅读财务年报计算内在价值和账面价值时要留有余地。既然股票投资有风险、谁都无法准确把握该股票的未来走势，那么只投资自己熟悉的股票并且留有安全边际，就是非常必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值究竟怎么算出来

我们将实质价值定义为一家企业在其生涯中所能产生现金流量的折现值。任何人在计算实质价值时，都必须特别注意未来现金流量的修正与利率的变动会影响到最后计算出来的结果。虽然模糊难辨，但实质价值却是最重要的，也是唯一能够作为评估投资标的与企业的合理方法。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注计算内在价值的方法。虽然内在价值的概念本身有些含糊不清，但这个概念却是投资股票时最重要的概念，也是唯一能够衡量、评估投资的合理标准。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，他把内在价值的概念定义为一家企业在其未来生涯中所能产生的现金流量的折现值。这种现金流量的修正和折现率变动，都会影响到最后计算出来的内在价值数额。虽然这样说有些模糊难辨，但内在价值的概念却是最重要的，也是唯一能够作为评估该股票的合理方法。

不用说，内在价值的计算方法很多，例如基于资产规模的价值评估法、根据市盈率等相对指标进行测算的相对价值评估法、根据未来现金流量贴现进行的贴现现金流量模型法等等。巴菲特认为，在这其中唯一正确的方法是最后一种，即 1942 年约翰·伯尔·威廉斯在《价值投资理论》一书中提出的贴现现金流量模型。

他说，无论从理论还是操作实践上看，这种方法最适合对具有持续竞争优势的上市公司进行价值评估。这时候的现金流量依据是所有者收益，贴现率可以参照长期国债利率来进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于具有持续竞争优势的上市公司，它们的内在价值与众不同的是具有巨大的经济商誉。也就是说，该公司超额盈利能力形成的经济价值会远远大于有形资产净值。这部分差额，就表现为经济特许权创造的超额价值，在内在价值计算中要特别注意这一点。

他说，贴现现金流量模型法对股票、债券内在价值的评估都是同等适用的，而其他评估方法无论是股利收益率、市盈率还是市值净值比，包括成长率法，实际上和股票内在价值的评估都没有关系，除非它们能提供该股票未来现金流入、流出的一些线索。不过这样一来，就又变成贴现现金模型法了。

下面通过一个具体例子来考察巴菲特怎样评估企业内在价值。

巴菲特在 1988 年准备投资可口可乐股票时，首先计算出该公司在此以前的 7 年中，年平均现金流增长率为 17.8%。接下来，他假设可口可乐公司在以后的 10 年中，每年的现金增长率为 15%。容易看出，这一测算数据是比较保守的，也是容易实现的。据此，可以得到该公司第 10 年的净现金流为 33.49 亿美元。

根据 1988 年当时美国 30 年期长期国债收益率 9% 为贴现率计算标准，测算出 1988 年可口可乐公司的内在价值应该为 483.93 亿美元。对照 1988 年该公司股票市值 148 亿美元计算，相当于这时候的可口可乐公司股票市值只有其内在价值的 30.5%。巴菲特认为，以这样的价格买入该股票无论如何是值得的。

如果有人怀疑今后 10 年中年平均现金增长率 15% 也达不到，比如只能达到 12%，这时候根据上述计算方法，可以得到该公司 1988 年的内在价值为 381.63 亿美元；即使现金增长率只能达到 10% 的水平，1988 年该公司的内在价值也有 324.97 亿美元之多，安全边际还大得很。因为即使年平均现金增长率只有 10%，这时候该公司股票市值也只相当于其内在价值的 45.5%，股票价格具有巨大的上升空间。

在这里容易看出，巴菲特是采用美国长期国债利率作为贴现率标准来计算的。而贴现率标准的选择，直接关系到贴现值大小，所以这历来是一个很有争议的地方。通常认为，股票投资是有风险的，所以这时候用的贴现率指标除了无风险的长期国债利率部分外，还应当含有充分展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示股票投资风险的风险补偿因素在内，这是理所当然的。了解到这一点，你就知道为什么当外界发现巴菲特仅仅采用国债利率作为贴率标准时连呼“看不懂”了。可是巴菲特不这样想。他认为，他从来不参与有风险的证券投资，所以完全没必要考虑风险补偿因素在内。

而巴菲特这样做的结果是，大大简化了未来现金流量计算过程，同时也使得对上市公司内在价值的判断更简单、更有效。他认为，在投资收益比较明确、稳定的情况下，如果投资收益回报率能高于长期国债利率，这种投资就是“有效”的，否则就是“无效”或“失败”的。

巴菲特在伯克希尔公司1994年年报致股东的一封信中说，对于普通读者来说，还有一个非常通俗易懂的例子可以加以说明。

他说，假如把孩子接受大学教育的成本看做账面价值，其中当然应当包括因为读书而不能工作的机会成本在内。为了计算简单起见，这里只考虑经济因素。这时候，首先可以估计这孩子在大学毕业后一生中的职场生涯所能得到多少收入，然后扣除他如果没有接受大学教育可以得到多少收入，这就是由于读大学能够得到多少额外收入。把这额外收入通过一定的贴现率加以折现，就能得到这孩子大学毕业时的贴现值，即他接受大学教育所能得到多少内在价值。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，股票内在价值的评估方法很多，但一定要找到科学、正确的方法才能对评估有帮助。在他眼里，唯一正确的方法是该公司资产在剩余使用寿命内现金流入流出能得到多少贴现值。

顶点总是在不知不觉中出现

现在假设条件改变，这家公司只拥有普通获利能力，所以每年100万的获利只能上上下下起伏，这种打摆子的形式就是大部分公司的状况，而公司的获利想要有所成长，老板就必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要投入更多资金才办得到（通常都是透过保留盈余的方式）。经过我们将假设重新做修正，同样以10%加以折现，大概可以达到1000万美元的价值。结果可以看出，一项看起来不大重要的假设变动，却使这家企业的价值大幅减少至10倍税后盈余本益比（或6.5倍税前盈余本益比）。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注内在价值的未来变化趋势。往往有这样的情况，内在价值的顶点会在不知不觉中到来。

巴菲特在伯克希尔公司1991年年报致股东的一封信中说，传媒产业转为弱势除了短期经营业绩受冲击外，对它本身内在价值的影响更加深远。在过去，人们通常认为新闻、电视、杂志产业的获利能力总能保持每年6%的增长率，这样每年的折旧费用就会与资本支出比例相当，也就是说，这种产业根本就不需要继续投入营运资金。

不用说，这也是巴菲特过去特别喜欢媒体行业的主要原因之一，因为这些产业每年获得的经营业绩实际上就表现为稳定的现金流收入。

根据这样的基本现实，如果按照10%的折现率来折现，总投资2500万美元的投入按照6%的获利率计算，每年的税后净利润大约可以达到100万美元的价值，税后本益比为25倍，如果换作是税前本益比则为16倍左右。

而现在如果条件发生改变，也就是说该公司只能拥有普通获利能力，因为从大多数上市公司的情况看，如果某一年的获利水平为100万美元左右，那么前后几年的获利水平也可能会在这个金额附近上下起伏，并不总是出现直线上升状况。这时候如果要想经营业绩保持上升趋势，就必须投入更多资金，当然这种资金投入并不一定是通过银行贷款方式表现出来，最常见的是通过保留盈余的办法。也就是说，该公司每年的利润并没有完全分配掉，而是保留一部分用作滚动发展。

在通过一部分保留盈余每年用于滚动发展的情况下，如果同样按照

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%的折现率来进行折现，总投资2500万美元的投入，每年的税后净利润有可能达到1000万美元的价值。这就是说，原本看起来不是非常重大的条件改变，会使得该上市公司的内在价值减少到10倍的税后本益比，或者是6.5倍的税前本益比。

巴菲特的意思是说，这种内在价值的巨大改变其实是在悄悄发生的。同样是这家上市公司，每年在利润分配中略微调整一下留存利润的比重大小，就可能会使得其内在价值发生剧烈波动。所以投资者在阅读财务年报时，非常有必要关注这种细小变化，以便于正确判断其内在价值的变动幅度和变动方向。

巴菲特说，现金就是现金，无论它是通过经营媒体业务还是钢铁业务所赚来的现金，性质都一样。过去他之所以看重媒体业务的原因就是它能持续不断地提高内在价值，而不需要额外投入资金；可是钢铁业务就不同了，它完全属于后面所说的那种业绩上下波动的类型。不过正如上面所提到的那样，现在的媒体业务在这方面也已经和钢铁业务没有多少差别，所以投资者一定要调整自己原来的固有思维，不要等媒体行业的内在价值出现了拐点、一直向下了，也浑然不知。

毫无疑问，巴菲特由于几十年来在媒体行业方面有巨大投资，所以这一点比其他人拥有更多的发言权，这种洞察力非一般人能及，这在伯克希尔公司身上同样能得到很好的证明。例如，如果1956年你投资1万美元购买伯克希尔公司股票，到2007年时的税后收入就会达到3亿美元。可是大家都知道，股票投资获利水平不可能是稳步向上的。

从历史上看，伯克希尔公司业绩表现最差的年份是1973年和1974年，当时美国经济严重衰退，这两年中该公司的账面价值分别增长了4.7%和5.5%，伯克希尔股票价格更是从每股90美元下跌到40美元。不过如果和这两年的标准·普尔500指数分别下跌14.8%和26.4%相比，伯克希尔公司1973年的业绩仍然要比同期指数高出19.5个百分点，1974年则高出31.9个百分点。

这种情况再次出现在1987年，伯克希尔公司股票价格从每股4000美元左右下跌到3000美元左右。在1990、1991年爆发海湾战争前的几个月内，它的股价也从每股8900美元迅速下跌到5500美元左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998年至2000年间，伯克希尔公司宣布收购通用再保险公司后，由于保险定价让利优惠，尤其是频繁发生的自然灾害，使得通用再保险公司蒙受巨大损失。不但如此，可口可乐公司、吉列公司等的股票价格也出现严重下跌。利率的攀升，严重打击了伯克希尔公司的大量债券组合。更为莫名其妙的是，市场上到处流传着巴菲特健康状况不好的传闻，互联网上各种小道消息更是满天飞，有的甚至称巴菲特已经“失去了知觉”。这点点滴滴，都直接连累到伯克希尔公司股价出现暴跌。

由此可见，无论哪家上市公司的内在价值出现拐点都是可能的，也是很自然的，并且还是不知不觉的，要在事后才能发现。但很显然，投资者如果能通过阅读财务年报从而事先作出准确判断，这样的投资就必定能确保丰厚的获利。

【巴菲特读年报心得】

巴菲特认为，无论股票的内在价值还是账面价值都有可能突然出现拐点，这就需要投资者在阅读财务年报时加以仔细研究、提前察觉，便于及时布局。这是投资股票确保获利的重要秘诀之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特这样读年报

沃伦·巴菲特是全球金融投资界最富传奇性的人物，是唯一通过股票投资跻身于全球富豪排行榜的投资家，人称“股神”，并多次荣登全球首富宝座。巴菲特认为，他的成功主要得益于反复阅读上市公司财务年报，年报是他股票投资的主要依据。

本书凭借翔实的资料，全面介绍了巴菲特是怎样阅读并运用财务年报的，帮助读者更清晰地看出他的价值投资轨迹，非常适合中国股民阅读参考。

ISBN 978-7-5145-0055-4



定价：35.00元